

専修大学社会科学研究所「緊急 公開討論会」

2008年10月22日(水) 14:50~17:10

生田校舎2号館231教室

「アメリカ発金融危機の影響
— 同時代・現場からのレポート —

基調報告	平尾光司 (専修大学経済学部教授)
コメンテーター	西岡幸一 (専修大学経済学部教授)
	野口 旭 (専修大学経済学部教授)
	田中隆之 (専修大学経済学部教授)
コーディネーター (司会)	原田博夫 (専修大学経済学部教授)

◇司会 (原田) これから、約2時間にわたって、専修大学社会科学研究所主催の『緊急 公開討論会』を開催します。テーマは、「アメリカ発金融危機—同時代・現場からのレポート—」です。まず、今回の主催者である社会科学研究所長の内田弘先生からの挨拶があります。

◇内田 (弘) 所長 皆さん、こんにちは。こんなに多くの先生方、学生の皆さんをお迎えして、本日、「アメリカ発金融危機の影響—同時代・現場からの報告—」という、非常に重要な時事問題について、研究会をもつことができることを、主催者として大変嬉しく思います。

聞けば、『ニュース専修』の記者の方も、ここに取材にきていただいているそうです。ありがとうございます。

専修大学社会科学研究所に関係する者の一人として心がけてきて、本日ようやく実現した企画の一つに、現在進行形の時事的な生きた問題について研究会を開くという課題があります。今、まさに起こりつつある重要な問題についての研究会ですね。重大な時事問題について、先生方、学生の皆さんといっしょに勉強をする機会をつくりたい、このような希望をいただきました。機敏に対応する能力、これは大切ですね。



今回、このように沢山の先生方、学生の皆さんを参加者としてお迎えして、念願の時事問題研究会を開催できるようになったことを大変嬉しく思います。これは、まさに「教員と学生の共同研究会」、「教学合同研究会」ですね。そういう意味で大変意義があると思います。この金融危機の問題は、現在進行中の、予断を許さない問題です。誰にも直接に降りかかってくる問題、例外者なしに誰にも影響を与える問題ですね。学生の皆さんにも深く関係する問題です。そういう意味で、学生の皆さんも深い関心をいただいていると思います。

本日のメインの報告者をつとめる平尾光司先生は、皆さんのお手元にあるように、大変詳しいデータを用意してくれました。それに基づいて、興味深い重要な話を聞きことができると思います。その報告の後、本日までコーディネーターの役割をつとめ、本日は司会役をになう原田博夫先生を中心にして、コメンテーターの先生方のご意見、ご質問を聞き、さらに会場の皆さんからも質疑や意見をお聞きしたいと思います。

皆さん、最後までいっしょに勉強しましょう。ありがとうございます。(拍手)

◇司会（原田） 申し遅れましたけれども、本日の司会進行およびコーディネーターを務めます経済学部原田です。よろしくお願ひします。今日の配布資料は3種類用意してあります。確認してください。

それでは最初に、経済学部の平尾光司先生から約45分で、基調報告をいただきたいと思ひます。よろしくお願ひいたします。

◆平尾 今、紹介のありました、経済学部の平尾です。

〈はじめに〉

原田先生と内田先生から、このような機会をくださいまして、10日前にアメリカから帰国してから慌てて資料をつくったところでございます。また、皆さんご存知のように、アメリカの金融危機というのは現在進行形で、どんどん日々、状況が変わっているというなかで報告するのは、たいへん、難しいし、どんな意味があるのかなとも考えましたけれども、たまたま、9月18日から10月初まで、ニューヨーク、ワシントン、それからボストンでいろいろな会議に出席のため出張しておりました。金融危機の現場におりました。このアメリカの金融危機が昨年、だんだん深まっていく中で、先月の9月15日、アメリカの大手証券会社のリーマンブラザーズが、破綻しました。その翌日に、世界最大の保険会社のAIGが、政府、アメリカ政府の管理下に入ったということ、そういったイベント、事件があった時に、ニューヨーク・ワシントンに居りました。20年ほど前に、Black Monday、というのがありました。1987年の10月19日にアメリカの株価が大暴落して、それが月曜日だったので、ブラックマンデーと呼ばれました。そしてまた、80年ほど前にアメリカの大恐慌が始まったのが1929年の10月24日ですね。これは木曜日なので、Black Thursday、暗黒の木曜日というふうに、現代経済史で学ばれたことと思います。

私が今回、行っている間も、毎日がブラックということで、アメリカではBlack Everydayという表現が使われておりました。毎日が真っ暗だという、アメリカの国民にとって毎日が恐怖感で一杯で、これで先はどうなるかと心配しておりました。

それで、プレゼン資料の初期画面を見て下さい。

このWorld on the Edgeというのは、これは、先週のイギリスのロンドン・エコノミスト誌の表紙です。World on the Edge。ここに人が、断崖絶壁の上に立っていますね。世界は今、断崖絶壁の上に立っている。そういう表紙で特集が組まれています。アメリカのヨーロッパの新聞・雑誌は、毎日このような特集を組んでおりました。皆さんに危機のイメージを持っていただくために、このエコノミストの表紙を紹介しました。

2番目の画面では今回の出張で、どんな人と会ったかということを書いておりますけれども、それはもう時間がありませんので、紹介は省略します。一言で言えば、エコノミスト学者、それからアメリカの政策当局と、それにアメリカのシンクタンク、研究機関を訪問いたしまして現在の金融危機について、あるいは金融とアメリカの大統領選挙の関係、あるいはそれが日米関係にどう影響を及ぼすかというようなことをヒアリングしてまいりました。

まず金融危機は株価に表れているわけで、日本と株価、アメリカの株価の動きを示しました。どちらも大暴落をしているということです。日本の株価、アメリカの株価も、10年来の安値を付けている。それから、同時に為替レートも、世界的為替レートの調整が急速に進んでユーロが150円から120円台です。あるいは円がドルやユーロに対して急速に切上がってきているということでもあります。

〈サブプライムの発生の背景と影響〉

そもそも、こういったことがどうして起きてきたか、というと皆さんご存知の通り、サブプライムローンという問題が根っこにあるわけです。サブプライムローンの定義は次の画面に示します。

プライムローンというのは通常の信用力のある人に対する貸出です。それに対して信用力がない人に対する貸出がサブプライムローンです。これは、アメリカのFederal Reserve、アメリカの中央銀行から、なにがサブプライムかという定義がされています。そこにご覧いただきますように、ほんとうに信用力の無い人が何十万ドルというお金を借りられるはずもない、そういう人に貸出されたということです。

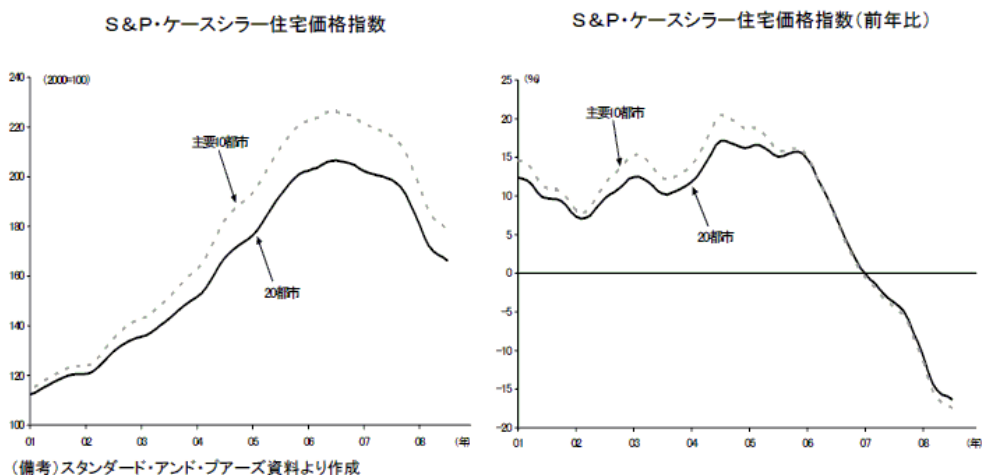
実はサブプライムローンというのは、皆さま方は、最近になって突然アメリカで発生したと思われるのですが、実は20年程前からですね、サブプライムローンというのはアメリカには発生していました。私が20年程前に銀行のニューヨーク支店に働いておりまして、こういうサブプライムローンをやっている人たちがいるのを見てまいりました。それはどういうものだったかということ、アメリカ人が日本も最近そうですけど、自動車がない限り生活できないのですが、しかし、貧乏な人は、中古自動車ローンすら借りられない。普通の自動車販売店に行っても自動車ローン組もうと思っても組めない人に、そういう信用力のない人に金を貸す。「サブプライムレンダー」というノンバンクが、20年程前からアメリカでは非常にはやりました。

それが自動車ローンから始まって、モービルホームローン、さらにカードローンになって、そして、90年代に入って住宅ローンに行ったというのがサブプライムローンの歴史なのです。突然、サブプライムローンというのが最近になって発生したのではないということ、いずれも共通しているのは、信用力のないほんとうは借りてはいけない人、貸してはいけない人にお金というか、しかも、自動車の方をみると、中古の自動車ですとせいぜい一件あたり、5,000ドル前後の規模でした。それが住宅ローンに適用されて一挙に一件当たり50万、60万ドルという大きなものということになるわけです。それはなぜそうなったかといえば、ここにありますようにアメリカの住宅価格は2000年以降、急速に上昇していったということで、したがって借り

てはいけない人も、住宅を担保に出してそして住宅の値上がりによって借金が返せる、そういったアメリカではニンジャローンという言葉がはやったのです。なにかというと、no income、それから no job、それから no assets それを英語の頭文字を集めると、ニンジャとなるわけです。それがノーインカム、定期的な収入がない人、それから、ノージョブ、正規の職業に就いていない人、それから、ノーアセット、資産がない人、そういった人々に住宅ローンを何千万円という住宅ローンを貸すという、そういうニンジャローンというローンまでできてきた、ということで爆発的にサブプライムローンが増えていったわけです。そしてそれはローンがつくから住宅を買う。住宅価格が上昇するから、住宅を担保に借金ができる、借金ができるから消費をする、住宅を買う、またサブプライムローンが増えていくという関係が続いていった。これがだいたい2006年くらいまでどんどん続いていったわけですね。

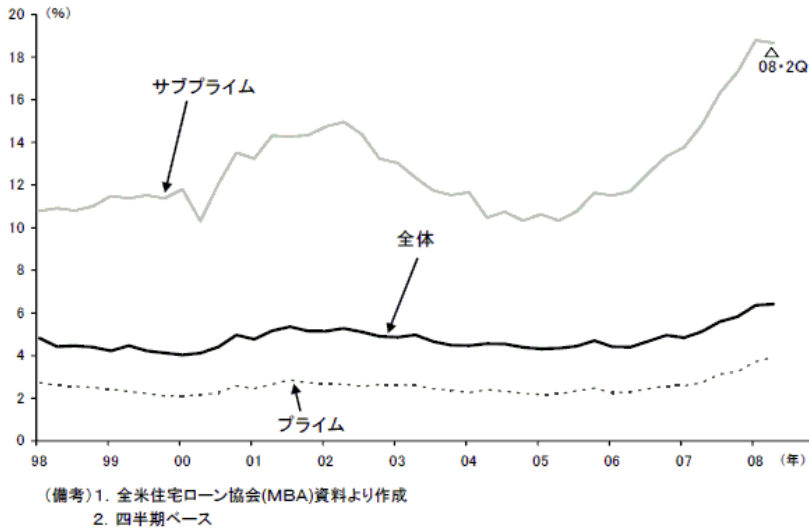
そして、アメリカ全土がサブプライムが増えたかということ、必ずしもそうではなくて画面でこの一番赤いところですね、カルフォルニア州、フロリダ州、こういうところが一番多く増えていった。そういうところに住宅変動率、住宅ローン値上がりと値下がりとの両極端がある。フロリダやカルフォルニアですね。カルフォルニアでは住宅の価格30%くらいと大きく下がりました。後で出てきますけど、注目いただきたいのは、アメリカ中がサブプライムローンで住宅

米国における住宅価格指数の推移



図表 1

米国のサブプライム等の延滞率



図表 2

価格が暴落した、というほどでもない。まあ、それはだんだん広汎な地域に広がってはいますけど。非常に特定の地域に集中しているのです。今回訪れたボストンあたりは、まだほとんど下がっていませんし、ニューヨークの郊外の住宅価格はまだそんなに下がっていない。これだけを見るとフロリダ、カルフォルニア、あるいは、アリゾナ、あるいはこういう一定の地区・州に集中したのです。

貸してはいけない人に貸してしまった。借りてはいけない人が借りてしまった結果はですね、住宅ローンの延滞率が上昇しました。延滞率の推移はプリントの方を見てください。つまり、お金を借りて、住宅ローンを借りて返せない人の金額ベースでみると18%。そして、プライムローンで、これは普通のまともな人が借りている住宅ローンの延滞、つまり、元利金が返せないという人は、そんなに多くはないということです。しかし、全体としてはプライムローンの延滞率も、またプライムローンとサブプライムローンの中間の Alt という住宅ローンについてもじわじわと上がってきています。

したがって、今回の金融危機の問題というのは、このサブプライムローンが、元利金が延滞して、不良債権になってしまったというところに核心があります。

そしてこの不良債権が、結果、たいへんな大きな損失を金融機関に課していく。つまり、貸した金融機関にだけではなくて、この金融機関が貸した住宅ローンに自動車ローン、カードローン等も混ぜて投資銀行が証券の形にして、世界中に売って歩いたのですね。

この損失額が世界中に広がっていて、今は、いろいろな数字がありますけれども、世界で1兆ドル以上の損失が生まれている。これは、最近のIMFの発表数字です。

しかし、世界中の金融機関が損失を出してるかということ、金融機関によってかなり違う。まずその、Wacobia Bank ですね。あるいは、Citybank Group とか Merrill Lynch、それからスイスのUBS、欧州の有力な銀行、証券が全部含まれる。巨額な損出が発生しています。

しかし、その中で、比較的傷が少ないところと、もう瀕死の重傷で、結局 Lehman Brothers のように倒産してしまったところもある、ということです。

ではその、どんな金融商品で傷んでいるかということですね、いろいろなものがありますけれども、IMF が今年の10月の推計では、世界中で、金融機関が持っている証券の損失が画面に出してあります。

〈住宅金融ビジネスモデルの変化〉

このアメリカのサブプライムローンという金融市場の怪物が巨大化したかということ、アメリカの住宅金融のシステムというものは、10年ぐらいで大きく変わってしまったことが背景にあります。90年代までは住宅ローンを借りようとする人は、地域の住宅ローン会社、貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行のような、地域にある中小銀行あるいは、不動産金融を専門にしているモーゲイジバンカーとかから、住宅ローンを借りていました。そしてお金を貸す金融機関は融資を実行して、一応満期まで待つ。アメリカの住宅ローンの期間は35年ですから、35年まで保有する。しかし、融資するこれらの金融機関は5年とか3年の定期預金で資金調達していますから、ずっと持っていられないこともある。そうすると、この画面の右に書いてあるファニーメイとかフレディーマックとかいうアメリカの連邦政府機関等のアメリカの住宅金融公庫ですね。住宅金融公庫が中小の住宅金融機関から住宅ローンを買って流動化する。ここで大事なことはですね、この当時は、融資をした銀行は、最後まで一応建て前としてはこのローンを持っていると。自分のバランスシートにもっているということだったのです。

それが90年代のアメリカで、金融イノベーション、金融技術革新によって大きく変わりました。

その金融技術革新は、色々なタイプがありますけれども、1つ大きなことは証券化です。住宅ローン債権をまとめて証券化します。一件一件は、50万ドル前後の住宅ローンを100件とか

200件とかまとめて、そしてそれを1千億ドルとかです、2千億ドルのプールにして、つまり住宅ローンの集合にして、そして、それを証券化する。証券の形にしてリスクの程度で切り分けていく、それを今度はいろいろな投資家に売っていく。つまり融資を実行する最初の住宅ローン機関と、それからその住宅ローンを買って証券化する証券会社、その証券会社がその証券商品を売る最終の投資家。こういう形に変化しました。ですから住宅金融のビジネスモデルが、Originate & Hold to Maturity から Originate, Securitize & Distribute に変わった。OHモデルから OSTモデルに変わったというふうにいわれます。住宅融資業務が分解されました。アンバンドリングと呼ばれています。その結果何が起きたか、というと、最初に住宅ローンを貸す貸し手はですね、最後まで自分は責任を持って、融資を管理しないことになりました。もし不良債権、貸してはいけない人に貸して、返ってこなかったら自分が損をしてしまいます。しかし証券会社に売ってしまえば自分に関係ない、ヨーロッパとか日本の投資家を買ってもらえば、自分はもう関係ない。手数料だけ貰って十分だということで、金融機関として融資に責任を持たないという、モラルハザードが深刻になりました。興味のある方は「サブプライムローンを買った男」という本を読んでください。

この問題は金融理論の情報の非対照性の典型的なケースになりました。金融論理を勉強された方は、金融機能というのは情報の非対称性を克服する、つまり貸し手の方が、できるだけその借り手の情報を集めて、それによってリスクを小さくするというのが、金融の基本的な機能だと勉強されたはずで、そのような貸し手が借り手の信用力について、充分情報が無いということ、情報の非対称性というわけですけども、これを90年代の前まではそういう地域の住宅金融を専門とする中小金融機関が自分が情報の非対称性を少なくするようにしていた。

ところが、さきほど話したように90年代以降になってくると、最初に融資をする金融機関が、それを証券会社に売ってしまう、証券会社がそれをなす証券化によって、証券の形にしてそれを売るという形になって来ると、住宅ローンを実行した人と、住宅ローンを最終的に証券の形で持っている人との間には、大きな情報の非対称性というのが起きてきた。さらにここにいろいろな、今日は時間が無いから説明しませんが、右に債務担保証券と書いてありますけれども、ABSとかCDO住宅ローン以外の商品も組み込んで証券化するとかで、その時にいろんな形に確率理論を使って、切り分け組み直して、それを売る。従って投資家の方は自分の買った証券がほんとうにどういうリスクを持っているか分からない。そのために格付けに依存して、格付機関がトリプル A という部分を認めたら、それはトリプル A だからということでもって買ってしまった、というのが多くなってきた。つまり、黒い羊を100頭まとめると黒い羊。しかし1,000頭まとめると白い羊も生まれるという理屈です。

後でお話しますが、格付機関もモラルハザードなんですね。何れにしても膨大な、アメリカでは住宅ローンの総額というのは10兆ドル、ということは1千兆円ですか、そういう膨大なマーケットに於いて、モラルハザードと情報の非対称性というのが極限まで進んでしまったということになるのであります。

〈投資銀行のビジネスモデルの変化〉

それでは、その証券化した商品の販売を誰がやったかという、インベストメント・バンカーといまして投資銀行です。投資銀行もまた自分のビジネスモデルを、この20年ぐらいの間に大きく変えてきたのです。

投資銀行というのは、元々は非常に有力な銀行家や証券業者が集まって、パートナーシップという、仲間で大きな企業の買収とか合併とか、あるいはGMとかフォードの社債の引受とか、株式の公開、売り出し、証券の大口売買を担当していました。

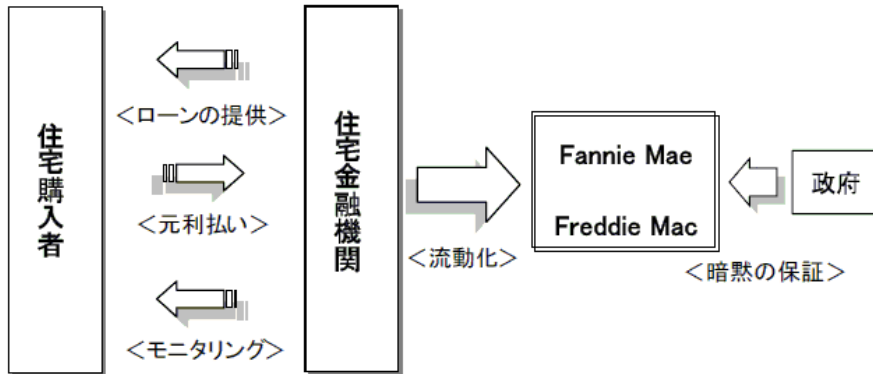
私が最初に投資銀行と付き合ったころは、30年ぐらい前ですけども、サロンのような雰囲気、ゆっくり仕事をしていて、昼も大体投資銀行と昼食をすると、まずお昼からマティニなんかを飲んで、ゆったり、1時間以上かけてお昼ご飯を食べてという優雅な雰囲気でした。ところが80年代の後半にアメリカの投資銀行はビジネスモデルを変えてしまうわけですね。パートナーシップによる、仲間による経営から、株式を公開・上場して、公開会社にしてそれによって自社の株価を上昇させるために短期の高収益追求に追まられる。従ってもう90年代になると投資銀行の人たちに会っても、彼等はランチもサンドイッチを食べているという感じになりました。

それはアメリカの公開企業に要求されるROEが15%以上なのですね、特に投資銀行の場合には収益の変動幅が多いものですから、常にそれより高い20%以上、自己資本利益率を実現しないと、株価は下がってしまう。あるいは経営者はボーナスを貰えないということですね。ROEは3つの要素に分解できるわけですね、売上高利益率と資産の回転率とそれからレバレッジ、レバレッジというのは借入金比率、債務比率です。この3要素の掛け合わされたものがROEになる訳ですね。で、最初の売上高利益率というのは、これはやはり自分の資産の、投下資本の利回りを上げていく、利回りを上げていくということはハイリスクの商品に投資をしていくこと、あるいはデリバティブを作り出して、それによってまた手数料収入を上げていく、あるいはヘッジファンド等非常に高い金利で資金を供給する。あるいはヘッジファンドに関連した手数料を上げていくという活動になります。

それから、その次の資産の回転率というのは、自分の持っているバランスシート、自分の資産を自分が抱えるのではなくて、ぐるぐる回転させていく。つまり100億ドルの資産を持って

米国の住宅金融システムの変化

- 1990年代以前 → Originate & Hold to Maturity
(融資実行) (満期まで保有)



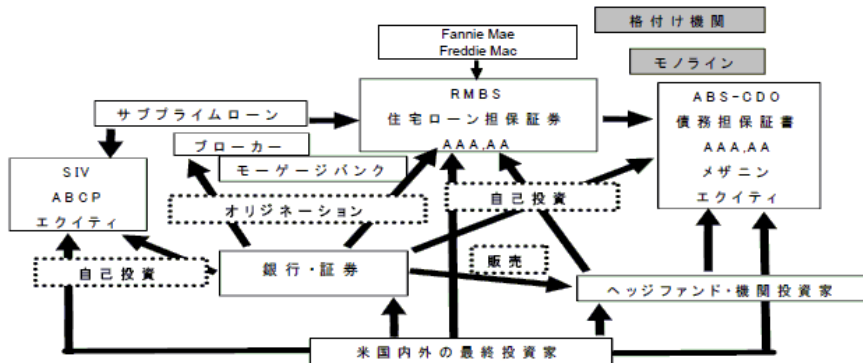
図表 3 - (1)

米国の住宅金融システムの変化

- 1990年代後半 → Originate, Securitizate & Distribute
(融資実行) (証券化) (流動化)

住宅金融業務のアンバンドリング(分解)

ーモラルハザードと情報の非対称性の深刻化ー



(備考) 久原正治「サブプライム問題と金融コングロメイト経営組織の有効性」を平尾追加・修正

図表 3 - (2)

いるとしたら、それを年に4回回転させれば、400億ドルの取引をしたことと同じ事になる。そうすると、それをじゃあどうしたらいいかという、さきほどの住宅ローンを買集めてきた資産を証券化して、そしてそれをどんどん売って行くという形で資産の回転率を高めて行く。

それからレバレッジ、大体アメリカの銀行の負債倍率というのは、普通は自己資本比率が10%ぐらいです。ところが投資銀行は銀行でないために、そういう規制がゆるいということでもって、どんどん借金を増やして行く。2004年にアメリカの証券取引委員会が証券会社に対する自己資本規制を緩和しました。このため自己資本に対する借金の比率が15倍から30倍ということになってしまっていて、破綻したリーマンの場合は40倍を超えていたというのです。大変な借金体質になっていたということになります。

このような業務の展開の手段としてサブプライムローンの証券化は恰好な業務となり金融バブルが膨張しました。

〈金融バブルの背景〉

なお、このような投資銀行モデルが栄えたのか、なぜ投資銀行がこんな事が出来たのか。その背景を検討します。図表4-2にまとめてありますように全般的にアメリカはグリーンズパン議長の下で、緩和的な金融政策というのを常に取り、景気が、後退時や、あるいはITバブルの崩壊期に対応して緩和的な金融政策をやって来た。世界的なお金がアメリカにどんどん入ってきて、このアメリカに入ってくるお金を使えたということ。それから住宅価格がずっと上がってきた、そして金融工学というのが発達してきて、さっき言ったような証券化とかデリバティブという商品を組み合わせることによって投資銀行が業務を展開する。

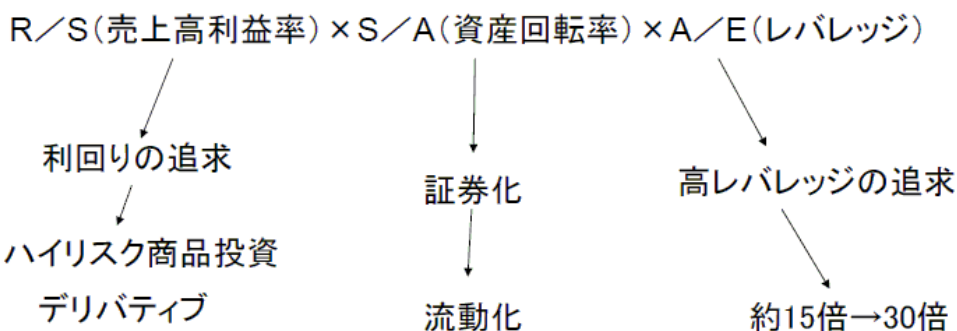
それから金融における規制緩和が80年代以降進んできました。アメリカは大恐慌の時に1933年、大恐慌の後にできた証券取引法・銀行法による銀行と証券の分離を、84年には変えて、銀行を証券の相互参入を認めました。特にシティバンクとかJPモルガンという有力銀行が、投資銀行業務を広域に展開してきた。そしてヨーロッパの金融機関も参入して競争が激しくなってきたということです。

それから報酬のインセンティブの問題があります。投資銀行の経営者たちは巨額なボーナスとか、あるいは退職金を貰う。この前破綻したリーマンブラザーズの会長が、アメリカの議会に呼ばれて、報酬問題を聞かれたら、アメリカの議員が、「あなたは500億ぐらい収入があったと聞いてるけれどもほんとうか」といったら、ファルドというリーマンの会長が「いやいやたった50億円です」というんですね。そういう返事をしてそれがまたテレビに流れていて、大変アメリカ人の反感をかった訳です。いずれにしても儲かればいいと、儲かることならば何でもいい、というモラルハザードが時流になりました。それからそういうようなことをやらせないた

投資銀行の上場・公開による ビジネスモデルの変化－短期高収益追及型へ－

- ROE(自己資本利益率): 目標20%以上

↓ 3要素に分解



図表4-(1)

投資銀行モデルの変化を支えた環境

- 緩和的な金融政策の継続
- 世界的な過剰流動性がアメリカへ流入
- 住宅価格の持続的上昇
- 金融工学の駆使(デリバティブと証券化)
- 規制緩和による銀行・証券の競争激化、マネーバンクによる投資銀行業務の展開
- 報酬インセンティブとモラルハザードの深刻化
- 金融監督当局による監視能力の相対的低下
- 金融市場における情報の非対称性が加速
- 格付け機関の利益相反問題(証券化商品格付におけるインセンティブ)
- 会計基準の恣意的適用(SIVの非連結化)→Shadow Banking

図表4-(2)

めの、金融監督当局による監視能力というようなことが、アメリカの投資銀行を監督しているのは証券取引委員会 SEC でありますし、それから AIG みたいな保険会社は各州の銀行・保険局が管理している訳です。全くアメリカの SEC はインサイダートレーディング、つまりその不正な取引には非常に厳しくやっていますが、証券会社・投資銀行の経営については、監督能力が非常に少なかった。ほとんど注意していなかった。見ていなかったのじゃないか、ということが今言われています。AIG を監督していたニューヨーク州保険局もそうです。

それからさっきお話したような、金融が複雑になって高度化していることによって、情報の非対称性があらゆるところで広がって行った。市場参加者は、どういうリスクを自分が取っているかが分からないままに膨大な金融商品が取引されるようになってきた。

それからアメリカ特有の問題として格付け機関がありますね。なぜサブプライムローンを証券化した商品がトリプル A になったか、トリプル A は誰がお墨付きを与えたかといえば、格付け機関です。ムーディーズとか S&P とかフィッチとかアメリカには 5 つぐらいの格付け機関がある。そしてそれぞれの格付け機関は、投資銀行から頼まれた、あるいは発行会社から頼まれたものについて、その証券商品の信用力を格付けする、信用力というのは、その証券が期限にちゃんと元金金が帰ってくる確率度、確からしさを評価してトリプル A から始まって 10 段階ぐらいのがある訳です。この格付け機関の利益相反問題というのは、格付け機関にとっては、証券化商品が非常にうまみのある商品なのです。格付け機関にとっては、何で儲かるか、何で利益を上げるかといえば、格付けをやった時のその証券の発行者からです。手数料、格付け手数料、その手数料が証券化商品は非常に手数料が高かったのです。で普通の例えばゼネラルモーターズとかトヨタ自動車が社債を発行する時の格付け手数料は 0.1% 以下なんですけど、証券化商品については、0.5% とか 0.6% とか非常に高い格付け手数料になっています。従ってどうしても格付け機関はその商品を取るために格付けを甘くした。この問題についてはまた大きな問題ですので、そういう問題があったということを言っておきます。

さらに大事なことは会計基準が恣意的に適用されたことです。

今はご承知のように会計基準をバブル崩壊の後いろいろ整備してきて、国際会計基準に合わせようということで、特に 6 年前のエンロン事件のあと非常に厳しい会計基準を作成しようと、サーベナス・オクスレー法という法律を制定しました。ところが会計基準を非常に自分たちで勝手に投資銀行は使ってしまったことがあります。具体的にはどういうことかと言うと、投資銀行は自分のところで、例えばレバレッジが 30 倍・40 倍という高負債比率になった、これ以上資産を持ってないとなった時に、どうしたかと言うと、別会社を作って、別会社 SIV と書いてありますけれども、ストラクチャル・インベストメント・ヴ (Structural Investment Vehicle)。

通常 SIV と呼ばれる投資会社を作って自分が作った証券化商品を持たせました。これは実は連結しないといけないのですけども連結してなかった。証券会社とかアメリカの大銀行のバランスシートと同じぐらいの規模のですね、実は別銀行が生まれた。それをシャドウ・バンキングといいます。Citi Bank ではその規模が 1.4 兆ドルにもなっています。日本の銀行は、その連結に非常に厳しくて、SIV も実質支配していれば連結しなければいけないということで、厳しくやっていますけども、アメリカの場合には、蓋を開けてみたら、全然ルールを守ってなかったことが分かってきた。

いずれにしてもマクロ経済的な状況から、金融技術の問題、あるいは規制の問題、あるいは制度の問題、投資銀行モデルはこの証券化等によって大きく変化しました。その結果、実物経済に対する金融資産のウエイトは、非常に肥大化していったのです。つまり金融資本主義化していったのですね。GDP の約 4 倍ぐらいの金融資産になってきている。

〈金融危機のグローバル化と対策〉

同時に、このようなアメリカの金融の問題が証券化商品の販売によって、世界中にばら撒かれていて、その結果ですね、今ヨーロッパは次々と大手の銀行が経営危機に嵌まっている。あるいはアイスランドの国ですね、北海道と同じぐらいの北極圏にある国ですが、その国は国ごと破綻するような、状況になってきている。

そしてインターバンク市場の崩壊と書いてあります。これが一番怖いのですね。インターバンク市場、世界中で、どこの国でも一番安全な金融取引はインターバンク、銀行間の資金取引なのです。ところがこれが、リーマンが破綻した以降、銀行間の取引が成立しなくなった。銀行間の取引が成立しないということは、金融市場の心臓の鼓動が止まりかかる、すべての金融取引が崩壊してしまうということにつながるということです。従って銀行は支払準備を現金で持つ、つまり中央銀行に預金するということになってしまう。そうなりますと、貸し出しを抑制せざるをえない。キャッシュを会社や個人にローンで貸したら、自分の資金繰りがどうなるか分からない。さらに損失拡大によって自己資本も減少する。そうなってくると貸し出しは急速に減ってくる。つまり、流動性不足と資本不足によって信用収縮が深刻化します。それが今起きている訳ですね。

でこういうことに対応してアメリカでは、金融危機対策が 9 月に入ったら急速に展開されまして、ありとあらゆる手段を動員してこの金融危機をとにかく封じ込めるということ、今必死になってやっているわけです。まず、公定歩合等の政策金利を低い水準に下げました。いかにいろんなことをやっているかということ、もう、中央銀行である Federal Reserve、ニューヨーク連銀が、どんな担保でもいいから持ってくれば銀行に貸し付ける。まあ極言すれば、そうい

うようなことを言っています。それから、証券取引委員会は金融機関の上場株の空売り規制を導入しました。つまり、株が値段が下がるだろうと思ったら先に売っておくと儲かるわけですね、実は日本の金融危機の時にアメリカ証券会社による空売りで、日本の経済は巨額の損失を被って、アメリカの証券会社は大儲けしました。アメリカの方はさっさと空売り禁止を実施しました。日本は97年、98年の5月ぐらいから空売りの目標に銀行株がなり、そしてどんどん銀行の株が下がって行って、銀行パニックになる訳です。しかし日本は5月から12月まで空売りを禁止しなかったということがあるのです。それはアメリカが絶対そういうことをやるなということ、日本に要求したといわれています。アメリカの方はこういう空売り規制をやっている。逆に言えば、それだけ大変だということにはなるのです。

そして、緊急経済安定化法、7千億ドルの政府資金を金融を救うために投入する、ちょうどこの時にワシントンに私は滞在していました。ほんとうにこの法律が成立するのかどうかということで、アメリカ中ががたがたを呑んでいる感じでした。毎日徹夜で議会で交渉して、9月29日結局否決されてしまった。また法案を修正して10月3日ようやく成立しました。これは日本ではこの法律のことを、金融安定化法と訳しています。しかし、ほんとうは Emergency Economic Stabilization Act、緊急経済安定化法でして、これは実は内容はもっと厳しく、緊急性の有る、危機感のある法律なのです。アメリカでは「Bailout plan」と一般的に呼ばれています。Bailout とは落下傘で脱出するという意味です。

アメリカに行ってアメリカの政策当局者、シンクタンクに話して、もう公的資金を直接に銀行資本に入れなければ駄目なんじゃないかと質問しました。公的資産7千億ドルをこの法律では、最初は銀行の不良債権を買い入れるということでした。不良債権を買い入れるのでは不足なくて、銀行に資本注入しなければいけないのではないかということ、日本の経験から話しました。アメリカではそれについては銀行の国営化と社会主義経済化に対する反感、そういうのがあってできないという返事でした。しかし、その後どんどん事態が悪化して、結局10月の14日、先週ですね、資本注入をするということを発表して、アメリカの大手の銀行から中小の銀行まで、7千億ドルの内の最初の2500億ドルはほとんど銀行の株式を政府が買うという形になってしまった。

それから、そのほか時価会計の一時停止という対策がとられました。時価会計というのは銀行、それから政府の企業が自分の持っている資産を、今のマーケットの値段でもって評価する、マーク・ツー・マーケット (Mark to market) といいます。そういう会計原則を変更すると、それをやってしまうと、どれだけ損失が表に出て来るか分からないということになります。これもルール違反ではありますが止むを得ない。銀行が、あるいは証券会社が全部損失を時価会計でやると、ほとんど7千億ドルでも足りないのではないかということになってしまいうこ

金融危機対策の展開(米国)

- 米政府、政府系住宅金融公社2社(ファニーメイ、フレディマック)に対して、優先株の政府購入枠(合計で2,000億ドル)を設定すると発表(9/7)
- 米政府、FRB、米保険最大手AIGに対する救済策を発表(9/16)
→NY連銀が850億ドルの融資枠を設定(2年間)。米政府はAIGの株式79.9%を取得する権利。10月8日に最大378億ドルの追加融資枠を設定
- 米証券取引委員会(SEC)、金融機関799社の上場株の空売り禁止を発表(9/19)
- 緊急経済安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)の成立(10/3)
- FRB、準備預金に対する付利を開始すると発表(実施は10月9日から)・・・所要準備はFFレート誘導目標(積立期間の平均) -0.10%、過剰準備はFFレート誘導目標(積立期間の最低) -0.75% (10/6)
- FRB、CPの購入制度創設を発表(09年4月までの臨時措置) (10/7)
- 金融機関への資本注入を柱とする総合的な金融安定化策を発表(10/14)
→金融安定化法の不良資産買取り枠7,000億ドルのうち、最大2,500億ドルを資本注入。銀行間取引を政府保証。中小企業が利用する無利子の決済用預金を09年末まで全額保護
- FRB、MMFの資金繰りを支援するための新制度を導入すると発表(10/21)
- 時価会計の一部凍結を検討

図表5-(1)

金融危機対策の展開(欧州)

- 英政府、預金保護の上限引上げを発表(10/3)
- 英独仏伊4カ国首脳が緊急会合、預金保険拡充などで緊急声明(10/4)
- 独政府、個人預金の全額保護を発表(10/5)
- デンマーク政府、国内預金の全額保護を発表(10/6)
- EU財相理事会、預金保護金額の引上げを発表(10/7)
- 米欧6中銀、0.5%の協調利下げを実施・・・米国FFレート2.00%→1.50%、ECB4.25%→3.75%、イングランド銀行5.00%→4.50%(10/8)
- 英政府、大手8行など銀行へ最大500億ポンドの公的資金を注入すると発表(10/8)
- G7財務相・中央銀行総裁会議、公的資金による資本増強を柱とする5項目の行動計画を発表(10/10)
- ユーロ圏緊急首脳会合、金融危機対策を定めた「共同行動計画」を採択・・・銀行間取引への政府保証、公的資金による資本注入、ECBの資金供給の拡大金融機関への資本注入を柱とする総合的な金融安定化策を発表(10/12)
- 日米欧の主要5中銀(日銀、FRB、ECB、イングランド銀行、スイス国立銀行)、銀行に供給するドル資金の上限を撤廃すると発表(10/13)
- 仏政府、クレディアグリコル、BNPパリバなど大手6行に総額105億ユーロの公的資金を注入すると発表(10/21)

図表5-(2)

とですね。会計原則の一番の原則は時価会計であると、取得原価会計からの転換をアメリカが世界を主導してきたのをストップさせてしまった。

その次はヨーロッパの金融危機です。実は金融危機はヨーロッパの方の展開も急激です。ヨーロッパの方は、アメリカのように、連邦準備が金融政策と銀行監督を一体的に行うのではなくて銀行を監督するのはEUの加盟国それぞれです。マクロ経済全体の金融政策はEurope Central Bank、欧州中央銀行が担当しますが、個々の国の銀行経営については、各国の金融当局、中央銀行が担当するわけです。そのために危機対策をばらばらに始めたのです。そのために例えばアイルランドですね、アイルランドは自分の国は銀行の預金を全部保護すると宣言しました。そうしたらイギリス人が、イギリスの銀行じゃ心配だから、アイルランドだったら全部保護されるということで、イギリスの銀行からアイルランドの銀行に預金を移し変えるという、そういうことが起こる。つまり金融危機対策をばらばらにやったために、そのために危機対策の競争がヨーロッパではじまりました。ばらばらにやっていたのでは駄目だ、危機がますます深まるということでもって、ヨーロッパは共同で金融危機対策を共同行動計画という形でやるということを発表しました（図 5-2）。後はヨーロッパ・アメリカ・日本も入った、G7の金融危機対策を10月10日に発表して、世界中がとにかく金融危機対策を協力してやりましょうということと、それから大きな銀行は潰さない、大きな銀行や金融機関を潰さないということ、そのために全ての政策措置を実施するということがG7が発表した。

つまりリーマンブラザーズという大手証券会社がアメリカで破綻した。それによって、金融危機が一気に増幅してグローバル化したので、まあそういうことをG7が共同して対応するようにしましょうということになりました。

（注. その後、G7に新興国も参加してG20が開催された。）

〈日本への影響〉

このようなことは、世界的な金融危機は日本にも同様に入ってくるのですが、日本はサブプライムローンについての証券を持っている銀行は比較的少ないと言われた訳です。しかし銀行の中間決算が始まってくると、日本の銀行も結構サブプライムローンに関連したリスクを抱えているということが出てきました。先週あたりから発表されている日本の銀行の決算で、かなり赤字になる、サブプライムローン関連の損失と、それから日本の株価が下がったことによって損失、赤字になった金融機関が発生してくる。またこれによってアメリカ向けの輸出が伸びない、あるいは円高によって实体经济にも影響が出てくるということでもって、これから日本も無傷では済まないだろうということになってきました。

日本の金融危機との比較にふれます。我々に金融危機の記憶はまだ生々しい訳です。これは

日本の金融危機との比較

- 日本
 - 金融部門
 - 銀行、ノンバンクにリスクが集中
 - 経済主体別
 - 企業部門
 - 3K(過剰債務、過剰雇用、過剰設備)を抱えていたが、競争力は有していた
 - 家計部門
 - 黒字で貯蓄率も高い水準
 - 対外ポジションは大幅黒字
 - リスク資産の所在と規模が明確化
 - 公的資金の投入
 - 不良債権処理の3点セット
 1. 資産査定 2. 自己資本不足額の確認 3. 資本注入

図表6-(1)

日本の金融危機との比較

- 米国
 - 経済主体別
 - 企業部門
 - 自動車産業の国際競争力の低下と経営危機
 - 家計部門
 - 赤字で、B/Sが脆弱。金融資産は直接金融資産、不動産が中心

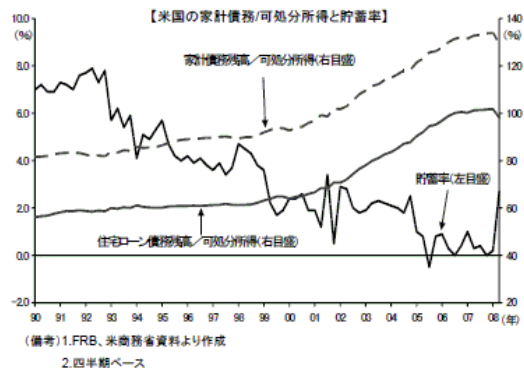
↓

逆資産効果が大い

↓

個人の株式保有比率が高い米国では、特に経済成長への下押し圧力が大きい

 - マクロ経済→消費低迷。4月末に始まった税還付(戻し減税)を受けて、貯蓄率は急上昇。ただ、収入が低迷する中、減税で一時的に膨らんだ貯蓄を取崩す家計もある。
 - 米国政府、FRBの対応
 - 当局の対応のスピードは、極めて速い
 - ・不良資産の算定が困難→資産の適正時価(Fair Market Value)が不明



図表6-(2)

後で田中先生の方からお話があると思いますけれども、簡単に言いますと、アメリカの今回の金融危機と日本の90年代の金融危機の違いというのは何か、それは不良資産が、日本は銀行とノンバンクにリスクが集中していた。ノンバンクも結局銀行の子会社ですから、要するに銀行部門にリスクが集中した。非常に分かりやすかったのです。同時に経済主体別にいうと、日本の企業部門は、たしかに過剰債務・過剰雇用・過剰設備を抱えていましたけれども、しかし、世界一の競争力を製造業は持っていたということですね。

日本の輸出産業は大幅な黒字を作る競争力を持っている。それから家計部門で日本は黒字で貯蓄率も非常に高く、しかも金融資産が間接金融資産ではなくて銀行預金を中心であった。株式等直接金融資産が少なかったのです。対外ポジションは大幅の黒字でそういう条件のもとでの金融危機対策でした。リスクがどこにあるか、リスク資産の所在と規模がわりあい明確でした。そしていわゆる金融再生プラン、竹中プランと言われていますが実施されました。この金融危機対策は2002年からです。その前からいろいろな対策を実施したが不十分でした。竹中プランでやはり不良債権処理の3点セットを実施した。どんなに銀行のバランスシートが痛んでいるかという資産査定をして、痛んだ結果、銀行の自己資本がいくら足りないかということを確認して、それに基づいて公的資金を政府もお金を注入した、ということです。3点セットということですね。これは10年くらい時間がかかったのですけれども、最終的にはこれで一挙に金融危機のおおもとが解消された、ということになります。

それに対してアメリカの方は、やはり企業部門が国際競争力が非常に悪化した。最近の顕著な例は自動車産業ですね。日本はトヨタ、ホンダという競争力のある自動車産業を持っていますけれども、アメリカのビッグスリーというところは、ほとんど実質破産状態になっています。いつ最大の自動車会社であるGeneral Motors、GMがChapter 11を申請するかということです。時間の問題だと言われています。その他IT関連など、もちろん強い部門もありますけれども、GDPの10%を占めている自動車産業が非常に弱い。そういう企業部門の問題と家計部門の問題ですね。家計部門は過剰消費です。貯蓄率がマイナスに近い。しかも持っている金融資産は直接金融資産と不動産が中心です。従って株が暴落してくると逆資産効果が大きい。アメリカの年金にも個人が年金も401プランによって個人が年金を掛けていくのだけれど、それをほとんど投信、あとは株なのです。したがって日本のような銀行預金ではありませんから株が下がってくる、不動産が下がってくると逆資産効果というのが大きくなって個人消費が落ち込む、ということです。2000年代に入ってアメリカの経済成長は資産効果による消費拡大に大きく依存していました。(注: FRBの発表した資金循環統計によると9月末に個人金融資産は6月末比5%近く減少した。)

したがって、マクロ経済、貯蓄率も数字を見ていただければ、グラフではいちばん最後のところで貯蓄率が上がっていますけれども、これはブッシュの減税効果です。これまでの減税ですと減税があったらすぐ皆お金を使ったわけですが、今回は減税をしてもそれが貯金に回っているというところに、アメリカの消費部門も変化が現れたと思います。

もう一つは金融危機への取組みが日本は10年かかってアメリカは非常に早いという評価があります。そして私が今回会ったアメリカに人たちは日本ほど時間はかからないよということを書いていましたけれども、しかし日本よりもっとやっかいなものなのです。不良債権、不良資産がどれだけあるかということとはわからない。日本は、竹中プランで不良債権は利回り還元方式によって、時価評価をしてました。ほとんどの日本の不良債権は不動産関連ですから、それがいくらかということを書定すれば、ほとんど損失が確定できました。アメリカの場合には先ほど申し上げましたように金融技術によって複雑になっているのです。そしてマーケットが死んでいるので不良債権を算定するベースになるフェア・マーケット・バリュー（公正な市場価格）、それぞれの資産のマーケットバリューにいくら、ということが分からないということです。したがってこれが非常に大きな問題です。

つまり、日本の金融危機は単純骨折でしたが、今回のアメリカ発の金融危機は複雑骨折ですから治療も難しく時間もかかります。日本は日本発グローバル金融危機を封じこめることに成功しましたが、今回はアメリカ発グローバル危機になっています。

〈グローバル金融危機の展望〉

今回の金融危機の課題と展望に移りたいと思います。これは現在進行中ですから、あとでまた先生方との議論もあろうかと思しますので簡単にふれます。まずとりあえずは当面の火事を消さないといけない。当面の金融危機の克服ということで、最初は各国ばらばらだったのがG7の討議、あるいはヨーロッパでいう国際協調によって、Everything Go（何でもあり）ということが言われています。あらゆる手段を総動員して。アメリカは中央銀行の連邦準備はサブプライムローンの証券化商品まで担保にして銀行に貸しています。銀行株の先物取引の規制の実施。ヨーロッパもアメリカも銀行間取引を政府が保護する、ということをやっている。いままでかつてない対策を次々と毎日毎日打ち出している。逆に言うと危機のスピードがそれだけ速いということにつながる。しかし長期的に見ますとこの問題はアメリカ中心のこれまでの国際経済システムというのは転換していく。現在のIMF、あるいはドルが基軸通貨、これを新しい国際通貨制度を作らないとBreton Wood version 2、ということが、いま盛んに議論されています。IMF機能を基本的に見直していく必要があります。もう一度国際的な金融安定化システム、中心としてのIMF、それからおそらくこの結果これまで世界に君臨していたアメリカのドルの

金融危機の課題と展望

■ 1. 当面の金融危機の克服

→国際協調による危機対策の総動員

■ 2. 米国中心の国際経済システムの転換

- ドルの国際通貨としての地位一層の低下
→Bretton Woods 2.0の模索→IMF機能の再強化
- 米国の金融産業の先導性の低下
- デリバティブのunwinding(巻き戻し)とdeleverage(負債比率の低下)
- 新政府によるNew-New Dealの展開(例えば、インフラ投資、環境問題への取り組み、格差問題)
- 米国の経済政策思想の変化
 - シカゴ学派の新自由主義
→ケインズ主義(小さな政府から大きな政府)への回帰

図表7-(1)

金融危機の課題と展望

■ 3. グローバル・マクロ・インバランスの解消

- 米国の過剰消費と中国の過小消費
- 米国の貯蓄率、貿易赤字の縮小
- 中国の内需主導経済への転換
- 世界的な過剰流動性の解消
- 日本への期待—金融危機克服の経験の提供、資本提供(三菱UFJ、野村等)

■ 4. 金融規制、金融機関経営の転換

- 投資銀行の銀行持ち株会社への転換—投資銀行の消滅
- グローバルな金融機関の整理統合体制
- 金融機関の監督体制見直し
- Deregulation(規制緩和)からReregulation(再規制)へ
- BIS規制の限界を超えた国際的な規制・枠組みの構築
- 銀行などの金融機関経営における規律強化、公共性に対する認識の強化

図表7-(2)

地位と金融産業のリーダーシップ、先導性というのは低下せざるを得ない。Morgan Stanley が三菱銀行の 9000 億円の出資によってようやく生きながらえたということにあるようにアメリカのモルガンスタンレーとか輝ける存在の投資銀行がアメリカの象徴だったけれどもこれが三菱 UFJ に救われたという大変なことです。

それから、行き過ぎの是正が、急速に進みつつあります。おそらく大統領選挙が 11 月 4 日にありますけれども、すでにオバマがほぼ当選確実となっていて、オバマの政策になるのです。今言われているのは New・New Deal、ニュー・ニューディールです。アメリカは大恐慌の後に、共和党のフーバー大統領の後に民主党のルーズベルト大統領が就任してニューディールを展開しました。ニューディールというのは「新規まき直し」ということです。ケインズ理論を使って徹底的な公共支出、あるいはいろいろな社会福祉制度あるいは預金保険制度とか、あるいはグラススティーガル法によって銀行・証券の分離。アメリカの経済の仕組みを大変革したのが 1930 年代のニューディールでした。これをまたやろうじゃないかということになってくるのではないかと、今回アメリカの現地でも感じました。環境分野とかインフラの整備の問題とか、あるいは社会福祉などを見直して格差問題を考える。おそらく伝統的に民主党は大きな政府としたいだろうし、オバマが新大統領になればニューディール政策を出してくるのではないかと思います。それから経済思想的には自由主義の見直し、これがフリードマンを中心にしてシカゴ学派がレーガン政権と結びついてレーガン・サッチャーイズムと言われたわけですが、これがずっとこれまでの経済政策の基本になる経済学の考え方です。ケインズ主義の復活と言われなくても、もう一度経済の基本的な市場自由主義からの転換ということが言われている。同時にこういったこと、なぜそのようなことが起きたかというグローバルなマクロインバランス、アメリカの過剰消費と中国の過小消費、そういったことの裏返しの貿易の赤字・黒字、そしてその結果過剰流動性の発生、ということです。このバランスが解消されないといけないと思います。

上海に中国に今年の 7 月、9 月と 2 回行って来まして中国のエコノミストたちと議論をするとはっきり中国は内需主導型に転換するだろうと、ということに真剣に取り組みだしている、という感じがしました。中国は内需拡大のための財政支出を用意している印象をうけました。

(注. その後、中国政府は 53 兆円の財政支出拡大を発表した。)

日本の金融危機の克服の経験を提供する。それから資本の提供です。バブルの崩壊の後、世界的にその前まではジャパンバッシングとまで言われました。日本があまりに目立ちすぎて日本叩きがありました。その後は日本を無視して中国へ関心と期待が集中して日本への関心は薄れていわゆるジャパンバッシングになりました。しかし、今回の金融危機でジャパンバッシング

とまで言われました。日本などは相手にできないという、そういう雰囲気だったのです。ここに来て大変日本への期待が高まっています。

今回ニューヨーク・ワシントンでほんとうにそれを感じまして、日本経済新聞ニューヨーク支局記者の方に聞いたのですが、これまでアメリカの経営者とか政治家にアポイントを申し込んでも全然アポイントが取れなかったのが今ではどんどん取れるというのです。もちろん日本は図に乗ってもいけませんけれども日本がいろいろな意味でもう一度、期待・評価が高まっています。

そして金融規制の見直し、金融機関の大転換と大統合です。すでに投資銀行がなくなりました。投資銀行は全部銀行持ち株会社に変換、それから同時にグローバルな金融機関の整理統合が進んでいる。それから監督体制を見直している。そして規制緩和の見直し、Deregulation から Reregulation に、そういう流れになったのです。それから BIS 規制というのは世界の金融機関のいろいろな経営のルールを作っている BIS の枠組みを見直さなければいけない。BIS 規制を回避するために実は先ほど申し上げました SIV が乱立した原因になりました。

それから銀行に対する経営反省と規律強化、これからいろいろな形で出ると思います。お手元に私の小さなエッセイを用意してありますけれども三つ出しておきました。『金融財政事情』という雑誌に3回に分けて書いたのですけれども、「ニューヨークと上海で」「アメリカの金融規制改革案」「過剰な収益追及の自制と過当競争の自粛」の三本です。これはお時間のある時にこれを読んでおいていただきたいと思います。大変時間が超過してしまって恐縮でしたけれども大きな問題を短時間で喋るのは大変難しい。お許しいただきたいと思います。それではこの辺で報告を終わります。

(拍手)

◇司会（原田） たいへん力のこもった、確かに予定の時間を超えていますけれども、全体に及んでいただけでなく、レベルも入門からアドバンストまで全部網羅していたのではないかと思います。それでは続いて、3人の先生方にコメントーターとして加わっていただき、それか



ら平尾先生にも引き続き入っていただいて討論会という形にしたいと思います。それでは予定しておりました西岡先生、野口先生、田中先生、壇上に上がってください。

(準備)

◇司会(原田) これから、すぐ討論会に移りたいと思います。全体として一応16時50分を終了のめどとしておりますけど、ひょっとしたら17時くらいまで伸びるかもしれませんが、なるべくコンパクトに進めたいと思います。それでは3人の先生方から、今日のテーマ及び今の平尾先生の報告を受けるかたちでそれぞれ10分程度お話しいただき、コメントいただきたいと思います。それぞれの先生方には、事前にこちらから特にテーマ・話題は指定していません。それぞれの皆さま得意な角度からお話しただいていいと思います。その後に平尾先生には10分くらいリプライするかたちにしたいと思います。

とりあえずそこまでを第1ラウンドとすると40分が経過するはずで、理想的に言えば、3人のコメンテーターは、まず西岡先生、それから田中先生、野口先生こういう順番で行きたいと思います。それでは西岡先生から……。

◆西岡 西岡です、よろしく。私がここに座っているのは場違い、本人はそう思っています。原田さんのささやきに乗かってしまって、こんなところに座っています。

私に対するたぶん要請というか……何というか期待は、専門家は専修大学にたくさんいるけれども、私はこれまでも新聞記者をやっていましたし、今はコラムニストというのをやっていますので、ジャーナリスト的といいますか、そういう点からみて「金融危機をどう見ているのか？」ということだろうと思います。だからアカデミックなことは私の横の野口さん、田中さん、それからオーバーヴィュー(over view)はさきほど平尾さんが要を得た説明をされて私にも非常に理解しやすく勉強させてもらいました。ですから私はそういうことで雑ばくな印象と言いますか、この問題をどういうふうに見ているか、ということをお話ししたいと思います。

まずさきほど、平尾さんが、米国でどこの土地の値段が上がっているのかという象徴的な図を示されました。カルフォルニアとかフロリダとかが暴騰していました。あれ見て私が何を思ったかという要はあれ、スターバックスが売れているところ、店舗を増設しているところと重なり合うな、ということです。確かぼくの記憶が正しければニューヨークで200くらいスターバックス(Starbucks)の店がある。フロリダ、カルフォルニアも多く、アリゾナ、ラスベガスで激増。それからロンドン、これが250くらいある。マドリードも確か40~50あったと思う。

どこも現在、不動産バブル崩壊で苦しんでいるところで例外はドバイぐらいですよ。スターバックスがたくさん集中していてまだ大丈夫というのは。まあドバイも分かりませんが。

思うにマクドナルドでコーヒーを飲んでた人たちも、スターバックスへ行ったら、不動産の値上がり益を何に使うか空想していたのだな、と。で、今そのスターバックスは厳しい仕打ちを受けているのです。大幅減益というか、これまで一本調子で上がってきたのが需要減の逆襲を受けているのですね、人員整理も初めている。まあ天網恢々……というのかな、そこまで言うと言い過ぎですが、思わぬところで影響が出てきており、米金融危機のスターバックス史観みたいなのが言えるかもしれません。

新聞記者をしていた経験からみるとこの問題はまず、平尾さんが言われたブラックエブリーデイですか。まさにその通りですね。何が起こるか、待ちかまえるのは非常に難しい、新聞社としては。特に休刊日に大事件が起こってしまって、これはほんとうに始末が悪い。リーマンが破綻した時が休刊日だったのですね。ヨーロッパ諸国が資本注入を決めたのが今月の13か、14日あたりでこれも休刊日。従来休刊日はだいたい原稿を作っておけば何でもなかったのですが、今回はとにかく海の向こうから何が飛んでくるか分からない。だから、全員待機みたいな状態になります。これが非常に悩ましい。で、先ほど平尾さんから多くの資料が出されてきましたから皆さんも感じられたらうけれど、この問題ではやたらアルファベットの頭文字を並べてあるのが多いのですね。ABSであるとか、Credit Default Swap とかですね、たびたび登場してきましたが、こういうのを Alphabet soup と言っているのですね。見るからに専門的な話であって、煙に巻かれるのですが、だけどもわれわれの日常を非常に支配するというか、影響与える大へん重要な問題ですね。

少しまじめな話していきますとね、今、足元の株価が9000円程度、ニューヨークマーケットも9000ドルと、こういうことになっています。日経新聞は毎年正月3日の朝刊で今年の成長率どのくらいか、今年の株価はなど景気見通しアンケートを見開き2ページで特集します。答えるのは経営者、財界人、エコノミストの計20人。それで株価では予想最高値は19500円。最も安値を予想した人は14000円です。足元の実績は9000円を割り込んでいますから、全くお話しになりませんが、実は最高値がいつ実現しますか、と聞いた答えは21人中18人が10月ないしは11月。その通りなら現在僕らは19000円くらいになっているはずだった訳です。経営者やエコノミストがいかに見方を誤ったかということですね。

それで、産業界のセンチメントはどうかということになると、最初はアメリカが上手く問題を処理すると高をくくっていたのですよね。だけれどもこれはのっぴきならない事態だ、と認識を改め今あわてています。あわてはいますがね、皆さんもご承知のようにこの夏までは経済界でも話題は北京の五輪と洞爺湖サミット、それにいざなぎ超えの景気だったのです。確かに

年初の、先ほどの日経アンケートの調査の時でも、不安要因は何ですかと聞くと「アメリカの経済です」とそれを一番先に指摘している。でも株価は 19,000 円ぐらいに行くだろう。もっとも落ち込んでも 14,000 円ぐらいだろうと、産業界、エコノミストの皆さんがそう思っていた。ところが全くおもわぬ事態に直面したということでしょう。

金融については先ほど平尾さんがおっしゃいました。これから産業界の決算が明らかになってくるのですが、地方の地銀・信金その他の中小金融機関、このへんで大きな影響が出て来ると思います。かなりこれはリスクが高い。意外なところで意外な投資や買物をしていたというのが出て来ると思います。非常に難しいやっかいなものであります。

それから産業界の実需のほうに今、逆風が吹いて来はじめております、とりわけ輸出ですね。あとで質問があれば答えたいと思いますが、今一番心配しているのは自動車における風向きの変化です。簡単に言うとトヨタ自動車が「いけいけどんどん」から専守防衛へきっぱり方針を変えてしまったということです。完全緊縮というスタンスにトヨタが変わって来ている。今年度の経常利益が前年度の半分になってしまう。前年が 2 兆 4, 5 千億円あったと思うけれども、今年は 1 兆 2, 3 千億円ぐらい。トヨタが財布を締めるということは日本全体が締めるということです。子会社から部品会社から系列を全部含めて。トヨタが締めて産業界全体が締めたらどうなるかという、学生の皆さんの関係で言うと 11 年の春くらいから雇用状況が非常にしんどい時期に入るといえるということです。あるいは 12 年春ですね。来年の春闘は、もう労働側から見ても期待できないというのは多分決まりでしょう。というのはトヨタの下での Pax Toyota、という体制がいま日本の産業界を貫徹していますから、トヨタが締まってきて経済界に非常に厳しい流れが出始めている。

但し今がチャンスだという経営者も非常に多い。それは相対的に見れば日本が打撃を受けていないということです。我々は過去によく似た経験をした、そんな苦境をくぐってきた、バブル崩壊とデフレ経済の学習効果もある。円高に進んでいる現状は、これは損得両方が考えられますが、例えば M&A を仕掛けるには非常にチャンスです。医薬にしても食品や自動車にしてもあるいはその他機械にしても、チャンス到来という声は相当聞かれます。だが全体の雰囲気はやはりトヨタが相当押し下げていって産業界の流れというのはあと 3 ヶ月もすれば、全然違う雰囲気になる可能性があるのではないかと僕は思うのです。

で、ちょっと離れた角度から今の状況を考えますと、私は皮肉だなと思うのは今年はゼネラルモーターズができて 100 年目なのです。ちょうどいい節目なのです。同時にハーバードのビジネススクールが出来て 100 年なのです。米資本主義の守り本尊のビジネススクールが 100 年目でやはり 100 年目のアメリカの産業界のご本家がああいう状態。なんか「世界に冠たる教授陣は放置しておいたのかい」という気持ちが半分、「GM によいことはアメリカによいこと」と

あれほど君臨した会社も自壊し始めるとあっけないということが、もう半分の気持ちです。

一方でグーグルという IT 時代の有名な高成長会社、これは誕生してまだ 10 年、GM の 10 分の 1 です。一方の旗頭ではあるけれど GM の肩代わりができるほど強くもない。ということで過渡期の構造変化を象徴するようなことが起こったな、というふうに考えています。

まだ言いたいことはたくさんありますが、簡単に見出しふうに言うと、今、米国経済で起きていることこれは G-T 対決である、と。私は野球が好きなので G-T というのがジャイアンツ対タイガース、こういうことになるのですが、これはジャイアンツが勝ってしまったから今さらタイガースファンの私としては、まことに残念というか、岡田さんが本当にお気の毒と思うのですが、これは置いておいて、G-T 対決と言うのはまず G は greed、欲ぼけ、強欲ですね。欲に駆られた市場主義の G が、経済取引の背景にある信頼、Trust の T を上回ってしまったという、その G-T の相克ですね。

第 2 は Government 対 Taxpayer の問題ですね。ミクロの納税者の怒りをマクロの政府がどうなだめて着地点を見出すか。三つ目は金融危機の決着の構図が見えたとしてもそこで逆に浮かび上がるのが米産業の弱体化、その象徴としての GM 対 Toyota トヨタです。GM は先ほど平尾さんがおっしゃったけれども GM が破綻してトヨタが制覇しようなんていうことになったときに、時代は変わったとはいえ、製造業とか輸出の問題でかなり激しい局面が来るのではないかと、というふうな感想を持ちました。

(拍手)

◇司会 (原田) それでは続きまして田中先生……。

◆田中 はい、田中でございます。お手元に 1 枚紙があると思います。両面印刷の「サブプライム問題発世界金融危機への視角 (論点の提出)」というものです (P31～P32 参照)。私は、3 つほど論点を提供したいと思います。

1 つは今回の金融危機の特徴であり、日本の金融危機のケースと若干比較してみたいと思います。2 つめは、プルーデンス政策、信用秩序維持政策のあり方へのインプリケーションです。3 つ目は裏にありますように、日本の金融危機への対処を振り返って考えてみたいと思います。これも広く言えばプルーデンス政策の一環ですけれども、この 3 つについて述べたいと思います。

最初に、「今回の金融危機の特徴」です。今回のアメリカの金融危機というのは日本の 10 年前の——10 年前と言ってもついこの間のことなのですが——金融危機とどう違うのか。先ほど

平尾先生が整理してくださったのですが、今回の危機の1つの特徴は、非銀行金融機関の危機だということです。日本ではいわゆる間接金融ルートが太く、銀行中心の金融システムであります。したがって銀行にリスクが集中したので——傘下のノンバンク子会社を含めてですけれども——、これは即銀行破綻の危機だったわけです。

ところが今回、アメリカでは証券化が進展していて、先ほども詳しいお話があったのですが、リスクが分散して、むしろ非銀行金融機関、つまりいわゆる投資銀行——ホールセール中心の証券会社のことを投資銀行といいます——、AIGのような保険会社、それからその他のノンバンク、あるいはヘッジファンドといったような非銀行金融機関の破綻の危機になっている。これは処理が非常に難しいという、後の問題につながっていきます。それが1つ。

2番目の特徴は、住宅バブルが原因であるという点でして、実体経済の受けたダメージは軽い可能性がある。この点は議論が必要で、断定はできないと思うのですが、もともとアメリカのサブプライム問題の原因は、住宅ローンでした。ところが日本の不良債権の対象であったのは、商業用不動産でした。つまり、建設中、計画中の商業用不動産を担保に金を貸したわけです。ゴルフ場とかリゾート施設とかですが、住宅の場合はこれとちょっと違いがある。アメリカの場合、住宅の場合には住む人があって——そもそも貸してはいけない人に貸したというのは平尾先生のおっしゃるとおりなのですが——、ただ一応、その金を借りて、実際人が住んでいるものですから、どこかで実需で下げ止まる可能性が高いのではないかという感じがしています。

しかもこの場合は、家計が負債を負っているのに対し、かたや日本の場合では企業が不良債権の対象になっていた。レジュメに「デットオーバーハング」と書いてあるのですが、デットオーバーハング効果というのは、いわゆる企業の過剰債務問題のことであって、日本では非常に尾を引いたわけです。それが実体経済の低迷を深くしたわけです。これは、企業のバランスシート問題とも呼ばれます。

それに比べると、家計の場合は、無論負債を負ったことではあるのだけれども、セクターとしては資金余剰主体であるということがあって、日本のケースより軽い部分があるのではないかと。住宅価格の下げ分は、どこかで下げ止まる可能性がある。まだ3割ぐらいしか落ちていないのですが、そして、ここからまだ少し落ちていくとしても、日本の商業用不動産の場合は、ピークの半分以下になったわけですね。そこにちょっと違いがあるな、という感じがします。

3つ目が、世界的な広がりです。これはアメリカと欧州がやられてしまったということで、救済してくれる外資がない。かろうじて先ほどお話にあった日本の三菱東京UFJが、モルガンスタンレーを救っている。世界的な広がり、救ってくれる国がない。このような特徴があります。

先ほど、平尾先生からご指摘があって、もう1つ大事な点を落としていたなと思ったのは、対外ポジションが違う、という事実です。日本は対外ポジション、つまり国際収支の経常収支が黒字で、これのお陰で、実は、不良債権問題の処理を非常に悠長にやっていたという側面があるのです。今日、その点に関しては、あまり深くお話しする時間はないのですが、処理を先延ばしすることができた。外資が逃げていかないからで、これは日本のアドバンテージだったというふうに思えるのです。しかし、アメリカは対外収支が赤ですよ。これは、非常に違う点である。ただ、アメリカの場合には基軸通貨国ですから、これもそう簡単に外資が逃げていかない。対外ポジションは赤ですが、逃げていかないということがあります。

それから大きな2番目の、「ブルーデンス政策へのインプリケーション」の1番目です。これは先ほど言ったことと関わるのですが、アメリカの危機は、非銀行金融機関の危機です。これに資本を注入すること、つまり非銀行を救済するという理屈がどう立つのか、という問題があります。ブルーデンス政策上、非常に大きな問題だろうと私は思っています。

つまり、「日本経済論」や「財政金融政策」を履修している学生には、毎回同じような話をしているのだけでも、本来、預金というものは通貨ですよ。預金は現金と同じように通貨です。我々は、預金を使って決済しているわけですから。したがって、通貨を保護するという意味での預金の保護というものは、これは本来正当化される話なのです。

預金の保護というのは、これは預金者の保護ではなくて、つまり経済的弱者である預金者の保護ではなくて、金融システムを保護するための通貨の保護であるはずなのです。ですから銀行救済というのは、正当化されやすい。逆に、だからこそ、その銀行は規制を多く受ける。証券会社だとか、その他のノンバンクよりも銀行は強い規制を受ける、ということになっているのです。

ところが、アメリカの危機の場合、銀行ではなくて、ご存じのようにAIGという保険会社と、リーマン・ブラザーズという投資銀行が経営危機に陥ったわけですね。で、リーマンは救済しなかった。ところがベアスターズが4月におかしくなったときに合併支援をしてしまいましたよね。それからAIGは保険会社なのだけでも、さきほど平尾先生のお話にあったように、公的支援が行われました。これはブルーデンス政策ではなくて社会政策だと、そう考えざるを得ない。保険の保護ではなく保険契約者の保護をとったと考えざるを得ないのです。それから、住宅金融公社——ファニーメイとフレディーマックの2つですが——、これも救済しました。ただ公社といっていますが、実は、ほとんどの方はご存知だろうと思うけれども、完全な民間企業です。昔公社だったから、暗黙の政府保証があると、みんな信頼してやっていたわけです。だから、その救済はその暗黙の政府保証を履行した、というように考えるのか、とりあえずは社会政策的な意味がかなりあると考えるのか、という問題があると思うのです。いず

れにしても、非常に理屈の立ちにくい問題を抱えたということです。

それから、レジュメに「ビッグ 3」と書いてありますが、これは自動車会社ですね。さきほど西岡先生からお話が出ていましたけれど、GM とフォードに政府の緊急融資をする、ということが決まったわけです。これをやっておきながら、一方では、銀行への公的資金の投入を——結局やることにはなったけれども——、最後まで渋っていたのですね。非常にちぐはぐな感じがしますが、自動車会社にどういう理屈で政府が金を入れるのか、という問題です。自動車会社の負債は、通貨でも何でもないのでから。

2 番目ですが、ブルーデンス政策とマネタリー政策を分けて考える必要がある、ということが、今回のような金融危機の対策をみていると、非常にはっきりしてくるのではないかと、思います。日本の危機の時の教訓として、市場が不安定化して株価が崩れることに対して、過度の利下げをやり過ぎてはいけない、ということがある。そうではなくて、やはりブルーデンス政策としての流動性の供給を中央銀行はやるべきである、と思われる。

レジュメを裏返してみると、図表 1 というのがあります。これは景気循環と金融政策の推移を示しています。棒グラフが GDP 成長率ですから、94、95、96 年あたりは景気回復しているのですが、逆に金利を下げています。本来は景気回復した時に金融政策としては引き締めに入るわけですが、ここで下げているのは、株価がくずれて——この時は兵庫銀行と木津信組、コスモ信組が破綻しましたから——、株式市場を救うために金利を下げてしまった。これがつけとなって、量的緩和政策までつき進まなければいけなくなった。政策を間違えるととんでもないこと起こる、ということだろうと思うのです。

図表 2 というのがあるのですが、今回は、日本のこの経験を踏まえ、欧米はこの辺をうまくやっていると思います。このグラフには、各国政策金利を描いてきたのですが、9 月までしか数字入っていません。注のところに書いてありますが、10 月 8 日に協調利下げをしたので、この後、FF レートは 1.5% まで、それからユーロエリアの主要リファイナンスオペレートは 3.75% まで下がっています。ただ欧州は、この時まで下げないし、アメリカも 4 月末に 2% まで下げて、そこから半年我慢するのですね。日本のときの経験があるので、あまり金融政策、つまりマネタリー政策、金利引き下げで、ブルーデンス政策を肩代わりすることは、今回はやっていないと思います。

レジュメに戻りますが、3 番目に、ブルーデンス政策の中にも、ソルベンシー対策とリクイディティー対策とがあります。流動性供給というのは、あくまでもリクイディティー対策である。これは危機収束の必要条件であって、十分条件としてやはりソルベンシー対策、つまり支払い不能対策としての資本注入、これがないとだめです。アメリカも公的資金注入の方へ動いてきたので、いい傾向ですけども、この 2 つの政策を分けて考える必要がある。最終的には、

サブプライム問題発世界金融危機への視覚（論点の提出）

2008.10.22

田中隆之

1 今回の金融危機の特徴～日本の金融危機のケースとの違い

① 非銀行金融機関の危機

- ・ 日本の金融危機は、銀行にリスクが集中していたため、銀行破綻の危機だった。今回は、証券化の進展でリスクが分散し、非銀行金融機関（証券会社(投資銀行)、保険会社、その他ノンバンク)の破綻の危機になっている。

② 住宅バブルがその原因

- ・ 日本のケースでは、商業用不動産バブルがその原因。今回は住宅バブルであり、実需で下げ止まる可能性も。企業のデットオーバーハングは軽い（企業は実体経済の需要低迷から打撃を受けている）。

③ 世界的な拡がり

- ・ 救済してくれる「外資」がない（かろうじて日本）。

2 ブルーデンス政策へのインプリケーション

① 非銀行救済の理屈をどう立てるのか

- ・ 本来は預金＝通貨の保護として、銀行救済は正当化される（預金者の保護ではない）
- ・ リーマンブラザーズ（証券会社）は救済しなかった（一方でベアスターンズは合併支援）
- ・ AIG（保険会社）への公的支援は社会政策？（保険の保護ならぬ保険契約者の保護？）
- ・ 2住宅公社（ファニーメイ、フレディマック）の救済は？（「暗黙の政府保証」の履行か？）
- ・ ビッグ3への政府融資の一方で、銀行への公的資金投入に及び腰～ちぐはぐ

② ブルーデンス政策とマネタリー政策を峻別する必要

- ・ 市場の不安定化に対し、過度に利下げを割り当てはならない（日本の教訓）
- ・ 今回は利下げを多用せず、流動性（ベースマネー）の供給

③ ソルベンシー対策とリクイディティ対策を峻別する必要

- ・ 流動性供給はあくまでもリクイディティ対策（流動性対策）であり、危機収束の必要条件に過ぎない。
- ・ 十分条件としてのソルベンシー対策（支払い不能対策）が必要。つまり、金融機関などの資本増強。場合によっては公的資金の投入。

④ 証券化や市場型間接金融への疑問の高まり

- ・ 資金の最終的な出し手がリスクを把握できない（情報生産できない）？

⑤ 規制は強化に向かうのか

- ・ 非銀行金融機関（ヘッジファンドを含む）の規制をどうするか
- ・ 2投資銀行の銀行持株会社設立は、FRBの規制に従うことを意味（同時に公的資金投入も可に）

3 日本の金融危機への対処を振り返って

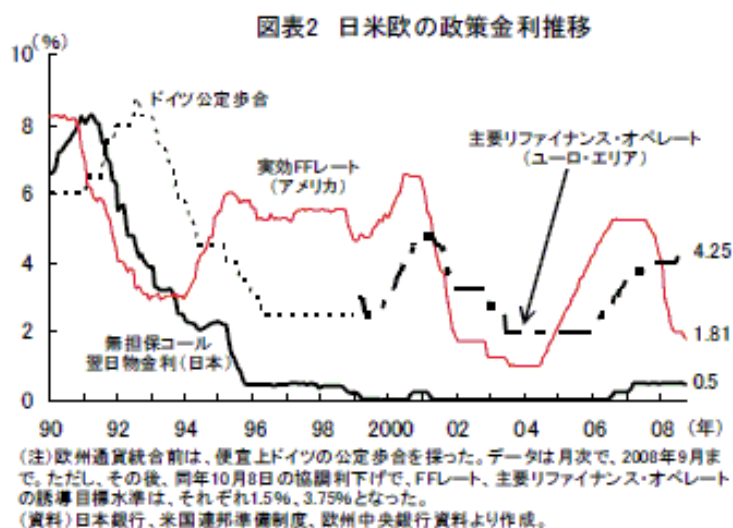
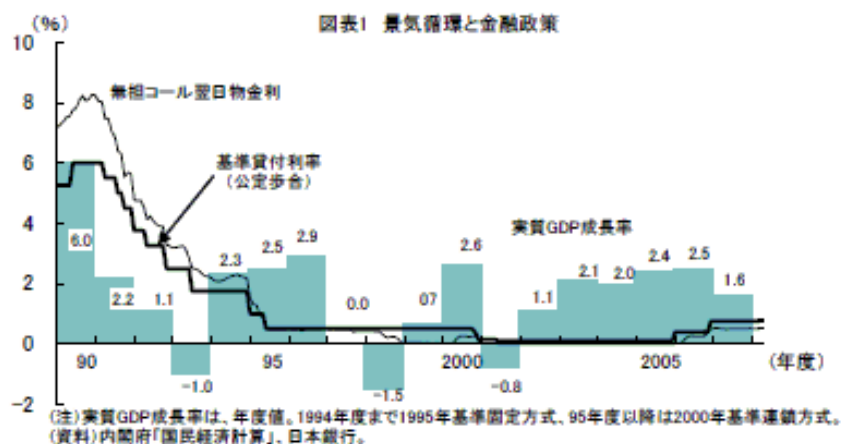
① 金融システム不安に安易な金利引き下げで対応すべきではなかった

- ・ ソルベンシー対策（資本注入）を中心としたブルードシズ政策が必要

② 早く資本注入すべきだった

- ・ リソな方式（資本注入+経営責任追及+株主責任は問わず）が理想。
- ・ 大銀行の破綻処理は極力避けるべき（アメリカの主張を呑みにすべきでなかった）

以上



ソルベンシー対策としての公的資金投入をやらなければだめだと、こういうことだろうと思うのです。

4 番目に、平尾先生からすでに出ていた論点ですけれども、証券化だとか、市場型間接金融への動きが望ましい、ということで日本もその方向に動いてきたのですが、どうも資金の最終的な出し手がリスクを把握できなかつたり、情報生産がうまくできないシステムであるということで、その辺に対する疑問が高まってくるだろうと思います。

それからレジュメの裏になりますが、規制が強化の方向に向かうかもしれない。特に非銀行金融機関——保険とか証券会社、ヘッジファンドも含みますけど——、非銀行金融機関の規制をどうするか、という問題です。つまり、これらは BIS 規制の範疇に入っていないわけですね。これらを、世界的にどう規制するかという問題で、これは非常に重要な論点です。

それから先ほども出ていたように、2 つの投資銀行、ゴールドマンサックスとモルガンスタンレーが銀行持ち株会社形態に移行した結果、投資銀行がなくなってしまった。要は、銀行になって FRB の規制に従うという意味では、規制は強化の方向に行っている。同時に、おそらく公的資金を入れやすくしたということだろうと思いますけど。

すみません。大分時間を費やしてしまいました。大きな 3 番目の、「日本の金融危機への対処を振り返って」というところは、今まで述べたことの繰り返しになるかと思います。日本の金融システム不安に対し、安易な金利引き下げをするべきではなかった、ということが、やはり今回もまた明らかになった。資本注入は重要であるということ、そしてやはり早く資本注入をすべきだったということも、明らかになったと思います。りそな銀行を救った 2003 年の方式、これが大銀行の処理の理想的な形です。1998 年に長銀、日債銀の破綻処理をした、あるいはその 1 年前に北海道拓殖銀行の破綻処理やったのですが、これはアメリカの主張を鵜呑みにしてやった。先ほど、平尾先生のお話の中で、アメリカに「から売りの禁止をするな」といわれて日本はしなかった、という話がありましたけど、アメリカはそういう原理原則を言っておきながら、自分が危機に瀕すると、何のことはない、から売り禁止もやるし、銀行も（1980 年代に）コンチネンタル・イリノイのような大銀行にちゃんと資本を入れて救っているわけですね。日本はアメリカの言うことを鵜呑みにするのではなくて……、ということをちょっと思ったりしています。

すみません補足はまた後でやります。以上です。

◇司会（原田） まだいろいろ言いたいことはあると思いますが、とりあえずまだファーストラウンドも終わっておりませんので、それでは野口先生。

◆野口 はい、経済学部の野口です。私はあまり金融システムの細かいことは存じておりませんので、特にマクロ的な視覚から、私なりの見方をお話しさせていただきたいと思います。

サブプライム問題については、私もそれなりに注目しておりましたが、その原因として強調されてきた一つは、平尾先生も指摘されておりましたとおり、IT バブルがはじけた後の世界的な金融緩和、それによる過剰流動性の発生です。もう一つは、アメリカと日本や中国を含む東アジア諸国との間の、いわゆるグローバル・インバランスです。つまりアメリカが貯蓄不足であるのに対し、日本や中国その他が貯蓄過剰であって、その資金がアメリカに流れ込んできている、それがバブルを引き起した、という説ですね。

私は、それらは問題の本質ではなく背景にすぎないと、かねてから思っています。では本質は何かというと、今日も平尾先生のお話をうかがって確信を強めたのですが、アメリカの金融機関のインセンティブ構造の歪みです。典型的なのは、投資銀行というスタイルです。そこでは、経営者の報酬が短期の利益に連動するシステムになっていますから、経営者は、短期の収益を上げようと思えば、当然にも非常に高いリスクをとるしかないのですね。経営者はいわば、負けても失うものは少ないが勝ったときには丸儲けという歪んだ賭けをしているわけですから、後は野となれ山となれでリスクを取りに行くわけです。

このスタイルには元々こうした歪みがあったので、おそらく長期間は続かなかったと思うのですね。非常にうまい環境が続けば、そういうスタイルも続いたと思いますけど、現実にはそれが続かない状況になってきてしまった。実際、今回の金融危機によって、投資銀行というスタイルの金融機関はアメリカの金融市場から消えてなくなるだろうと言われていました。これは当然のことで、市場で淘汰される状況になったのだと思います。

問題は、そのような危機の本質を踏まえた上で、この危機に対して、各国あるいは世界はいったいどのように対処すべきか、ということです。私の見解は田中先生のそれと非常に違うのですが、今日発言の順番を代わっていただいたのは、それを強調するためです。

一つは、例えばリーマンの救済をしなかったのは、私は基本的に正しかったと思います。こういうものを安易に救済しますと、リスクをできるだけとって短期で収益をあげるというビジネスモデルに問題があったのに、結局ツケは全部国民に廻すということになり、モラルハザードを助長してしまいます。そういうモラルハザードと、金融のシステムの維持の間には大きなジレンマがあって難しいわけですが、そういう難しい中で選択をせざるを得ない状況にアメリカの当局は置かれてしまったわけです。その中でリーマンまで救済するというのはとんでもないだろうという判断は、私は正しかったと思います。

ただそうはいつでも、では保険会社はどうするか、というときに、これは預金のような通貨を担っているわけではないから、救済するのは原則にはずれている、というのも確かです。で

すが、そこはあまり原則主義ではいけないわけで、どんな産業においても、ある程度の外部性というものがあるわけです。つまり、その人たちが勝手にやったことで勝手に潰れるだけだったら、全然救済する必要はないのだけれども、しかしながら現実には、それが経済全体に波及していったら、関係ない人まで巻き込んでしまうのです。そういう状況を考えれば保険会社やその他の金融機関を救済するというのも、ある程度は仕方がないだろう、というふうに判断します。

ということで、結局私は、例えば公的支援のような資本注入をするにしても、救済は原則としてやるべきではないし、特にリーマンのような投資銀行に対してまでやるべきでないと思います。その点では、アメリカのやり方というのは、それ程非難されるべきではないと思います。

ただ問題は、投資銀行のような勝手な連中がどんどんやったことの尻ぬぐいを、結局われわれが負わなければいけないということです。つまり、それによって景気がどんどん悪くなって、関係ない人まで失業しなくてはならないという状況があります。それにどう対処しなくてはいいかというのは、また全く別の問題です。そうした問題に対処するには、私は普通の教科書で説明されている通り、マクロ政策しかない、財政出動あるいは金融緩和、これしかないと思います。実際、アメリカやその他の国は、とりわけアメリカの新しい政権は——先ほど「ニュー・ニューディール政策」というお話がありましたけれども——、おそらく非常に拡張的な財政政策をとるだろうと思います。

もう一つ金融政策についても、私は、田中先生と非常に意見を異にするのです。今回の危機は金融システムの問題なので、利下げをあまり多用すべきではないというのは、もし問題が金融システムだけであればそのとおりです。が、現実にはそれによって、今大変な世界的不況の局面に入りつつあるわけですね。その不況への対応策は、金融政策も含めたマクロ政策しか基本的にはあり得ないわけですから、これはもう利下げをどんどんするしかないわけです。

先ほど田中先生は、日本の教訓から、各国は現在利下げをかなり抑制しているのではないかという評価をされましたが、私は全くそうではないだろうと思います。そうではなくて、例えばなぜ7月にECBが利上げをしたか、なぜアメリカが利下げを抑制してきたかといえ、その原因ははっきりしておりまして、それまではインフレ懸念が非常に強かったということです。金融政策というのはもちろん景気も大事ですけども、インフレ・物価の安定というのは当然どこの中央銀行でも第1の目標ですから、インフレが高進していくような状況で、利下げができないというのは、これは当たり前のことだったわけですね。FRBにしても、そのような苦しい状況下であり、バーナンキ議長も悶々と悩みつつ、一方ではインフレが進み、他方では住宅価格が下がって景気も悪くなる中で、かなり大胆な利下げを実際には行っているわけですね。

ところが最近の状況は、石油価格もどんどん下がっており、明らかに世界的な景気後退によっ

て、世界的なインフレ懸念の局面から、再デフレないしディスインフレの局面に変わっています。そういうインフレという制約が無くなりましたので、各国は自由に金利の引き下げができるようになって、だからこそ、この10月に、各国の協調利下げでいっぺんに下げたわけです。私は、これからおそらくアメリカは、金利が1%を下回るような日本に近づくくらいな金融緩和をするだろうし、ECその他の国も同様に対応していくのだろうと思います。

もう一つ、りそな銀行の救済という政策は、私は全然理想的ではなかったと思います。これは先ほどの話に戻りますが、リーマンブラザースの場合、経営者にリスクを過剰にとらせるような経営のやり方を株主が強要したという意味で、株主責任を問うべきであり、救済しなかったのは当然です。りそな銀行の場合は、株主責任を問わなかったために、結果としては、政府が救済するのなら心配ないという安心感が株式市場に広がりました。これは明らかにモラルハザードの現れなのです。

結論としていえば、私は、現状をみると金融システムが非常に不安定であり、資本注入も致し方なく、加えてリクイディティー対策を積極的にやるのも当然であると思います。しかし、安易にモラルハザードを助長するような政策には踏み込まないで、できるだけマクロ政策——インフレ懸念も遠のいたわけですから——で対応していくべきです。今後の日本に政策についても、同じことがいえると思います。以上です。

◇司会(原田) やや当初の予定どおり、場外乱闘気味の討論になってきておりますけれども、冒頭に基調報告された平尾先生も、今のお三方の話を聞いて、ぜひ、これはリプライしておきたい、あるいはサポートしておきたいというのものもあるでしょうから、そのあたり手短にお願いいたします。

◆平尾 3名の先生方のコメントありがとございました。スターバックスとこの州別住宅価格との関係、これは非常に面白い問題だと思うのです。スターバックスにどういうお客が集まっているのかというと、それからサブプライムローンのお客とがそういうふうに関連しあっているかと、考え出すとなかなか面白い問題であります。西岡先生がおっしゃった、産業界のインパクトこれはかなり厳しくくるでしょうし、しかし逆にいうと円高になって、そして日本の企業の今のキャッシュフローからいけば、かなり海外投資の余力が出てきているはずですし、それからまた日本のこれまでの実績から言って、金融機関も海外再進出のチャンスとしてとらえて日本が世界の一つのリーダーになっていくということですね。もう一つはG-Tということですね。GMとToyota、G-Tがいろいろ出てきましたけれど、そのGovernmentとTax payerですね。それは非常に大きな問題です。金融安定化法案が最初否決されたのは納税者の反対で共

和党が反対しました。

あともう一つの G は、私はグリーンな環境問題。今回アメリカの 7000 億ドルも、7000 億ドル投入の最初の法案は A4 で 4 ページでした。それが修正を重ねて 110 ページになったのですね。いろんなことに追加されていった。追加されていった法案を読むと、環境関係の金融に配慮しようということが明記されています。それからさっきおっしゃった GM 等の、ビッグスリーに対する 250 億ドルの政府融資も、環境にやさしい Green Car の開発ということがキーワードになって認められたのですね。単にあればビッグスリーを救うための、運転資金融資ではなくて、グリーンカーを開発するための資金を、政府がビッグスリーに供与する。言いたいことは、そういう 7000 億ドルについても、250 億ドルについても、そういう green、環境ということを行わないとアメリカの議会では通らなかったということです。アメリカの環境問題の対する意識が変ってきている、ということを追加したいと思います。オバマ政権になったら環境政策は大きく変化するでしょう。もう一つの T は Technology です。特に環境関連の技術開発です。

それから、田中先生のおっしゃった、リーマンと AIG それから次の救済策について、やっかいなことは今後もあるのですね。AIG 救済は社会政策ではなくて、あれをなぜアメリカが作ったかと言えば、AIG は 4400 億ドルという巨額な Credit Derivativ Swaps を販売したわけですね。もし AIG を潰してしまえば、世界的なスワップ取引の連鎖関係で世界金融システムが混乱する。だから潰せない。あれはアメリカの保険者を救済するとかではなくて、グローバルな Credit Derivative Risk Chain をストップさせる。いうことは直接的な動機だった、ということと理解しています。

それからもう一つ、リーマンでアメリカ政府が失敗したのは、実はあまり日本では報道されていませんけれども、Money Market Fund というのがありまして、アメリカの預金者は普通の銀行預金だけでなく、証券会社に Money Market Fund という決済用の預金を預けている。Money Market Fund というのは、お金を集めているいろんな投資しています。これも一番大きな Money Market Fund は、リーマンブラザースの社債に投資していて、リーマンの破綻の影響で、Money Market Fund が元本割れしてしまったわけですね。つまり預金が 1 万円預金したはずが 9500 円しかなくなってしまったという。これは大ショックになったのですね。それでもう取り付け騒ぎになって、それであわてて、金融安定化法案を提出したということがあります。そういうふうには、銀行を救うのか保険会社を救うのかという問題は、従来のそれぞれの業態別に、業務が完全に分かれているときは、そういう議論はなりたちますけれど、今のように AIG が 4400 億ドルの CDS (クレジットデリバティブ) を販売していたというような世界になってしまっている。ということも踏まえてそれぞれに対しての救済措置の妥当性を考えないといけないという気がいたしますし、業態別の救済策は意味がうすれました。

それから野口先生のコメントについては、アメリカの実質金利をみると、ずっとネガティブ、マイナス金利で来ている。マイナス金利できている金融緩和というのは、非常に長期金融緩和をグリーンズパンはやりすぎたのではないかというふうに私は思っています。そういう意味ではやはり金融政策の失敗というようなこともあると思います。それから政策の失敗がなぜ続いているかといえば、私は世界的な過剰流動性がアメリカに集中してきた。そういう中で長期的な金融緩和が可能になったのではないかというふうに感じております。以上です。

◇司会（原田） はい。ありがとうございます。これで一巡したのですけれども、やや先ほど野口さんがかなり田中さんの見解にこだわって、突っ込んできましたので田中先生にも、いちおうリプライの機会を与えておかないとフェアではないかなと思いますので、田中さん手短かに……。

◆田中 はいありがとうございます。私が言いたかったのは、本来救済の理屈が立ちにくい非銀行金融機関を救済しなければならない状況に陥っている、これは非常にゆゆしいことである、とこういうことなのです。リーマンブラザーズを救済しなかったことが悪いなんて一言も言っていないのであって、むしろ原理原則から言えば証券会社を救済しなかったのは当然です。AIG 救済については、平尾先生からご指摘があったように、CDS の問題が直接の動機かもしれないけど、とにかく非銀行金融機関の救済を考慮しなくてはならないほど、銀行システム中心の金融システムではなくなってしまう、ということなのです。これは、銀行を BIS 規制でタイトに規制することだけで、金融の安定性を確保することが非常に難しくなっているという問題なのです。そういうことをお話したかったので、リーマンブラザーズの救済がよかったとか悪かったとか、あるいは AIG が悪かったとか、今評価する立場にはないですね。

野口さんからは、いろいろご指摘があったけれども、利下げの話は、インフレの問題が確かにあったかもしれない。だから下げられないという局面は、もちろんあったと思います。ただ前回日本が量的緩和まで追い込まれたこと、この経験から、FED、つまりアメリカの連邦準備制度はいろいろなことを学んだわけです。こういう状況に追い込まれてはまずいな、ということやうんと意識しているのは確かだと思います。だから過度の利下げというものに対しては、おそらく相当にブレーキがかかっている。

それから今回の 10 カ国協調利下げに、日本だけ加わっていませんよね。日本だけ加わっていないということは、アメリカがおそらく理解を示したのだろう。これ以上利下げをしたら、日本はまた同じ状況に追い込まれますから。

りそな救済の方式ですけれどね。野口さんは、AIG を救ったのは、それはそれでいいじやな

いかと、おっしゃっている。けれども、プルーデンス政策が難しいのは、救済するとモラルハザードを生むし、救わないと金融システムが壊れちゃうというところで、常にその間を振り子が振れるのですね。で、りそなの場合には、資本注入をして、なおかつ経営責任は追及した訳です。つまり経営陣は退陣、ボーナスはカットして従業員も泣いた、ただ、株主責任は問わなかった。つまり資本注入をしたから、株券は紙切れにならなかった。株主だけ助かったのですね。そういうやり方をしたのです。これは株主にはモラルハザードが発生したということなのだけ、この時期にはこうせざるを得なかった。当時みずほを初め、他のメガバンクの株もがら崩れていましたから、ここでもし、りそなの株主責任を追及して、株券を紙切れにしていたら、もう株式市場は終わりですね。だから、そういう意味で、株主責任を問わなかったのは、正しかったと思います。

それからその前に、1999年の3月に大手15行（銀行）に、7兆何千億の公的資金を投入しました。この時は経営責任も追求しなかった。これはもうまさしくモラルハザードで、興銀の西村さんという頭取は（金融システム安定のために）「貰ってやる」といったのですね。経営は相当苦しかったのに、そう言って貰ったのですね。そういうモラルハザードを発生させた。ただそうでもして強制注入をしないと、金融システムが壊れちゃうというところで、仕方なくやったのだけ。それに較べれば、りそな方式はずといい。

まあ、そんなところです。

◇司会（原田） あの、まだ恐らく細部に及べばいくらでも話題・議論はあるかも知れませんが、基本的に、始まってからすでに約2時間経っておりまして、聴衆の皆さまの中にも当然ですけれども、ここで語られていることと違う話があるのではないのということ、こういう見方もあるぞ、こういう見通しがあるぞ、こういう事実があるぞという、そういうご意見もあると思うのでフロアからの質問を受けつけたいと思います。

ただ、無限には受け付けられません。まあ、3人ぐらいに絞りたいと思います。それじゃ、手を挙げた方に発言を認めますけれども、冒頭、ご所属とお名前をおっしゃってください。

◇質問 経済学部名誉教授の森宏と申します。意見ではないのですが、平尾先生あの2ページ目に米国のサブプライムローン等の遅延延滞率とありまして、サブプライムとプライムの2つに分けておられるのですが、大体どれぐらいがいわゆるプライムで、どれぐらいがサブプライムなのかということについて、もうちょっと具体的な数字を挙げていただきたい。

◆平尾 アメリカの住宅ローン全体が約11兆ドルで、その中では圧倒的にサブプライムの方が

少ないのです。

◇森　　ですよね、例えば10対1とか。

◆平尾　大まかに言えば、10対3ぐらいです

◇森　　はい、分かりました。私はそれでけっこうです。

◇司会（原田）　それでは次の方。

◇質問　経済学部の宮寄晃臣です。今日はどうも有難うございました。すごく勉強になりました。で、性急な質問になるのですが、今回の金融安定化法、今日先生のお話で緊急経済安定化法というように、正しく規定した方がいいというお話だったのですが、この7000億ドルが果たして効き目があるのかどうか、そこのところを皆さんのお考えを聞きたいと思っています。で、まず僕は平尾先生が明らかにされた通りですね、不良資産が例えば証券化商品だとか、金融デリバティブ、その組み合わせで非常に把握がしにくいと、かつまた、Credit Default Swapのように、追加損失が出てしまうという。これ自身も世界中に53兆ドルもばらまかれているということですので、損失額自身が非常に把握しにくいということ。

　　であともう一点は、これは日本の竹中再生プランが何かお手本になっていると、で、資本注入すれば何とかなるというふうに考えられているのは、どうも僕は竹中プランの過大評価じゃないかというふうに思っています。

　　実は先程から金融政策の幅という点で議論があったと思うのですが、日本はバブルが崩壊した時に、田中先生の図にもあったのですが、公定歩合が6%で、それで0.25まで下げられたと、この幅というのは非常に大きかったと思いますね。で、アメリカの場合にはFFレートが、リーマンの時2%で、この前大盤振る舞いで0.5下げましたから1.5と。そうすると金融政策の幅が非常にこう狭い、この幅なのですが、ちょっとこれは皆さんの考え方とは違うかも知れないのですが、実は公定歩合6%から0.25まで下げたということの結果として、家計の利子所得というものが非常に計算上ですけれども失われてしまって、これ三菱総研が計算したところ、91年から06年までですけども、280兆円ほど家計の利子所得が減ったと。これがどこへ行ったかという、企業の利子負担の軽減と、銀行の業務純益をかさ上げしたと、まあ60兆円ぐらいかさ上げしたというふうに述べられたのですが、実はその、竹中再生プランだけで不良債権問題が片付いたというのではなくて、実はそういった金利政策の裏側で、家計からの所得移転という

ものがある、これが相当僕は大きかったのだと思う。それはアメリカの場合にはもう民間の家計の貸越しという形になっていますから、その手段は取れない。となると、日本の経験をアメリカに当て嵌めて、資本注入すれば何とかできるというのはちょっと余り根拠があることではないのではないかと。

あともう一点、仮にその資本注入で安心感が出て、株価が下がるのが止まって、安定化していると言っても、今度はベアスターンズからAIGまで3千億ドルアメリカ支出していて、今度は7000億ドル、1兆ドル新たに赤字国債が発行せざるを得ない、これは果たして国際協調がうまく行けばいいのですけれども、崩れたときにドルの暴落というそう言ったリスクを負っているのではないかと、うまく行ってもそう言う危険性があるので、果たして今後うまく行くかどうかと、言う点で皆さんのお考えをお伺いしたいと思っています。

◇司会（原田） 三つぐらいありましたが、まず平尾先生、

◆平尾 宮崎さんのご質問に答える前に、その前の森先生のご質問、サブプライムの用地、アメリカの住宅ローンの規模は10兆です。2004年から2005年ぐらいですね、サブプライムの残高は15%位、2兆5000億ドル位ですね。フローペースで見ると約2割。但し、私がさっき言ったのは、景気悪化によってプライムとかプライムローンもサブプライムローンに劣化していくということ。あるいは1つサブプライムとプライムの間のオルタネートというのがあるのですが、それがサブプライムになっていくという意味で、データベースでは8対2ですけれども、現実には7対3位に見ておいた方がいいのではないかとという意味で申し上げました。

それから宮崎先生もいろいろなご意見があって、まず竹中プランが有効であったかどうかについては竹中プランが万能薬でなかったというのは事実、但し竹中プランをやらなかったらどうかというのはもっと悲惨なことになったということは言える。そういう意味で私は竹中プランを評価しています。あれをやらなかったらもっともっと日本の金融再生のコストはさらに高くなったでしょう。

それからおそらく預金者が銀行部門への所得移転が大きいのではないかと、それはまったくその通りどこの国でも金融危機がある時には必ずそういう所得移転をやるのです。今までどこの国でも、ただ日本の私の問題は福井総裁がやはりゼロ金利を回避してさらにもう一つは上げようとする時に政府の方であるいは政治家の方からブレーキをかけてきた。あれは非常にまずかったと思いますね。そのためにもしあそこで上げておけば、今回もっと協調利下げもできる幅もできたのですけれども、あれで日銀を政府と政治がおさえつけたということは非常に場違いだと思います。と同時にあのままいけば所得移転も、もう少し家計のほうにいった。したがっ

て先生のご意見についてはその通りだと思います。

◇司会（原田） じゃあ、西岡先生

◇西岡 どの質問にどうというわけではないですけど、竹中プランに関して言えば、あの時期には日本列島に大きな荷物がふりかかっていた。その荷物をどけるのは国がどけるか、企業か家計か、みんなどけるのはいやだから海外に送りだすか。この4つしかない。あの時に合意できたのは、とりあえず企業を一番列車で走らせましょう。その一番列車が動き始めないと日本全体が動きませんねというのが、私が理解している国民合意的な経済政策に関する形勢だったと思います。竹中プランの評価については、あの時02年の1月に景気は底入れしてボトムを打っていました。そのボトムを打ったあとの02-03年に竹中プランなるものが全面的に出てきた、その間にかなりラグがありました。98年度に続いて01年度に企業はもの凄い大赤字をだし本腰を入れてリストラに踏み切っています。日立も NEC もみんな赤字というのはその1年であり、ゴーンさんが産業界の英雄だった時期です。だからそんな企業努力を踏まえたうえで竹中プランがあって、プランが不良債権問題のダメを押したということはあったかと思いますが、産業界の経営改革路線はすでに自律的に形成されていて、そのうえでの成果であるように思います。

アメリカの7000億ドルの出資あるいは支出のことですが、さきほどの資本注入の条件というのが三っくらい確かあったと思うのですが、私は景気が底入れしているのかしていないのか、住宅価格はどうなのか、そのタイミングというのがあると思うのです。たぶん今回の場合はまだこれから落ち込んでいく。ということは、私は7000億ドルでは効かない。あまり有効ではない。では要するに何があるか。公共事業を含めた大きな財政政策、ヤマ勘としてはGDPの何%というのがドンと出てくるのだというふうに思います。たぶん今日のパネルで質問として上がってくるのは、今の状況というかサブプライム問題は山を何時越えるのですかということだと思うのですが、税の話で言う「トー・ゴー・サン・ピン」と並べるとサンつまり3年ぐらいかなと考えています。

◇司会（原田） では、今のやり取りの中で野口さん、自分なりの見解があれば、

◆野口 まず、まず竹中プランについてなのですが、私はそれをほとんど評価していません。というのは、竹中プランは別に何か具体的に意味のあることをやったわけではまったくないからです。

竹中プラン自体は、銀行の資産査定を厳格化するという方向性を打ち出すことで、銀行に対し非常に強いプレッシャーをかけました。その結果、銀行が非常な経営難に陥りまして、それに伴って株価が暴落しました。それで困った状況になったので、りそな銀行を救済したわけです。政府はいわば、危機を自ら作り出しておきながら、それをずぶずぶの救済策によって收拾するという、いわばマッチポンプのようなことをしたにすぎなかったわけです。ですから何か凄く大きなことをやったように言われているのですけれども、振り返ってみると、結局はりそなを救済し、足利銀行を破綻させ、あとはUFJに対して非常に厳しい態度を取ったというのが、竹中プランの内実だと思うのです。私は、それらにほとんど意味はなかったと思っています。

次に所得移転ですが、これは今、平尾先生の方からのお話の通りであります。景気が良くなれば金利を上げて、景気が悪い時に金利を下げなければならないのは仕方がないことで、それ以外あり得ません。そもそも景気が悪くて資金需要がないわけですから、何もしなくとも金利は下がっていくわけです。そのように市場で金利が決まる限り、——もちろん政策金利というのも重要ですけども——、低金利の中で景気を回復させて、結果として回復したら金利は上がっていく、あるいは上げていく。金融政策としては、私はそうやらざるを得ないと思います。

三番目に、ドルの今後についてです。ドル暴落という話は、よく昔から言われています。ですが、私は、それはほとんどないだろうと思います。為替は、金融政策に依存する度合いが非常に強いわけですよね。今までアメリカは、他の国に先んじて金融緩和をしてきましたので、ドル安が進んできました。しかし、最近はもう、他の国もどんどん景気が悪くなって金利を下げていますので、むしろ他の通貨、例えばポンドとかユーロなどが、ものすごく下がっているのですね。ここ1ヶ月ぐらいでとんでもないことに、何十%も下がっています。その結果、この間まで円安、円安といっていました、今はものすごく円高になっているわけです。

日本だけが利下げを渋っている状況の中で、どんどん円高が進んできました。先ほど西岡先生からお話がありましたが、トヨタのように外需に依存している企業が、日本の場合は景気の回復をこれまで引っ張ってきたわけです。輸出企業は、これから停滞が明らかになっていく状況にあります、円高がこのまま続けば、さらにこの状況が進むと思います。

最後に一つ付け加えれば、私は先ほどの平尾先生の、日銀がもっと利上げしておくべきだったというご主張は、やや理解しがたいですね。日本の場合なぜ利上げできなかったかといえ、そもそもデフレだったからです。デフレの状況下で利上げをすれば、実質金利が上昇してますます景気が悪くなる、というだけのことです。

福井俊彦・前日銀総裁が「金利正常化」を目指して利上げをしようとした段階では、まだまだ日本ではデフレの懸念が強かった。かつ、すでにアメリカでは、サブプライム問題の発生、ないしバブルの崩壊がそろそろ言われはじめていた状況です。そういう状況のなかで、焦って

金利を上げるのはよくない、という議論もありました。日銀の中でも、例えば当時の岩田一政副総裁などは、そういう立場だったわけです。

そう考えますと、金利を上げておけば下げ余地が確保できるからいいのではないかと、という議論は、私はおかしいのではないかと思います。金融政策はやはり、経済のマクロ的状況を勘案して行うべきであると思います。以上です。

◇司会（原田） だんだん、話が佳境になってきておりますけれども、当初の予定時間、16時50分というのをもうすでに15分オーバーしています。ほんとうはもう少しフロアの方々の意見を聞きたいところなんですけれども、そろそろ、限界かなと思います。

で、最後に、私、コーディネーターという立場およびこの緊急討論会を企画したものとして、私なりの認識を披瀝したいと思います。

西岡さんのコメントでいくつかのGT対決というお話を伺いまして、その中の一つがガバメント対タクスペイヤーという指摘がありました。このポイントは、これから先この問題をみていく上で非常に重要ではないかなと思います。どんなに、理論的、あるいは経済学的、金融論的にみて、正しい政策であったとしても、おそらくそれが、議会、あるいは一般の納税者というか、一般の庶民の理解の範囲を超えるものになれば、そういう政策である場合にはまず簡単には受け入れられない。だから、一般の国民にわかるようなそういう説得力のある問題提起とか解決策を提示するのをきちっとしたタイミングでやらないと、どんなにいい政策でもおそらくは先に進まない。これが日本の10数年にわたる金融問題のトラブルの一つの最大の教訓ではなかったかと思うのですね。

今回は国際的な広がりもあり非常に関係者も多く、簡単にはいかないのですが、ぜひそういう意味で英知をしぼってもらいたいなと思っています。われわれもささやかに、専修大学のこの生田キャンパスから英知の一端でも提示できたのではないかなと、こう思っております。



ちなみに今日の討論会のようすは社会科学研究所の月報、今年の12月号に、掲載される予定でありますので乞うご期待ということで、今日の緊急公開討論会はこれにてお開きにいたします。

どうも長い間ありがとうございました。（拍手）

「討論を終えて：非銀行金融機関の規制・監督と中央銀行・財政の役割」（田中隆之）

今回の討論会は、サブプライム問題発世界金融危機につき、平尾所員の基調講演につづき、それぞれのコメンテーターが独自の論点を持ち寄って議論する、という形で行われた。筆者は、財政金融政策（fiscal and monetary policy）や信用秩序維持政策（prudential policy）を講じている立場から、主として金融危機が発生したときへの政策対応、また危機の発生を未然に防ぐための制度設計、などにつき、今回の危機（や前回の日本の危機）が投げかけている問題点や課題を提起してみた。

討論のなかでは、十分に意が尽くせなかった部分や、若干の誤解を受けた部分もあったので、以下に、筆者が提起した論点から2つを取り上げ、手短かに補足しておきたい。

第1に、制度設計として、非銀行金融機関の規制・監督、そしてその見返りとしての救済のあり方を、きちんと考え直さなければならない。今回の危機が提起する、最重要の問題の一つはこの点である。

リーマンブラザーズやベアスターンズ（以上証券会社）もAIG（保険会社）も、また2つの住宅公社（ファニーメイ、フレディマック）も、銀行ではない。つまり、その負債は預金ではなく、決済手段＝通貨ではないのだから、金融システムの安定性を維持するために、営業活動に厳しい規制を加えたり、また見返りにその負債を保護したり、といったことは行われていない。つまり、銀行と違い、BIS規制もなければ、FRB（連邦準備制度）の厳しい監督も受けていないのである。

しかし、今回AIGが破綻したときに、それは非銀行金融機関であるにもかかわらず、そのCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）取引が、銀行その他の金融機関の連鎖破綻を招く恐れがあったため、救済しないわけには行かなかった。これはモラルハザードを引き起すから、救済すべきではない、という論者もある。しかし、筆者が言いたかったのは、今回の個別対応の是非はひとまず措き、そもそもの制度設計を考え直すべきだ、ということだ。銀行よりも緩い規制しか行わず、いわばやりたい放題をやらせておきながら、いったん事が起こると、「金融システム安定のために、仕方がないから救済（負債の保護）を行う」というのでは、そもそも制度設計がメチャクチャだったといわれても仕方がないだろう。あえて理屈をこじつけるならば、零細な保険契約者を保護するための「社会政策」だ、とでもする他ないほど、救済の理屈が立たないわけだ。

ヘッジファンドや金融コングロマリット（AIGはむしろ保険会社というよりも、この範疇へ入ると見たほうが適切かもしれない）を含む非銀行金融機関を、しかも国際的にどのように規制・監督するか、が大問題なのである。これまでも、しばしば国際的な会合の場で検討課題に

上っていたし、IOSCO（証券監督者国際機構）や IAIS（保険監督者国際機構）という国際的な集まりもあるにはあったが、銀行監督に関する BIS のようには有効に機能してこなかったといわざるを得ない。

第 2 に、金融危機が起きてしまった時に、中央銀行の役割に何を期待すべきか、を明確にする必要がある、という点も重要だ。簡単に言えば、金融危機対策として利下げを使うな、ということである。総需要拡張政策として利下げを使うのは正しい。だから、世界的に景気後退色が強まった 10 月 8 日の 10 カ国協調利下げや、29 日の FRB の利下げ (FF レート 1.5%→1.0%)、31 日の日銀の利下げ（コールレート 0.5%→0.3%）は適切な処置といえるだろう（後二者は、本討論会開催後に行われた）。

日本の 90 年代のように、金融危機対策（株式市場対策）として闇雲に金利を下げると、金利の下げしろが消滅し、大して効果が上がらない量的緩和政策に早く追い込まれてしまう。この点、今回、各国中央銀行は日本のこのときの経験を学んでいるので、金利引下げには抑制的であり、これに代わって、流動性の供給（ベースマネーの供給）を多用している。討論では、このことを、（よい傾向として）指摘したわけだ。

金融危機に対しては、マネタリー政策（金利引下げ）ではなく、プルーデンス政策で対応する必要がある。そして、プルーデンス政策の中には、リクイディティ (liquidity) 対策とソルベンシー (solvency) 対策の 2 つがある。中央銀行もプルーデンス政策を担うべきだが、彼らが担うことのできるのは、このうちリクイディティ対策、つまり流動性の供給だけである。金利を下げずにベースマネーのみを大量供給するという方策は、実際各国中央銀行が昨年から今年にかけて何回も行ってきた。

そして、日本では 10 月 31 日の利下げに合わせて、超過準備への付利が決まった。これは、金利をゼロにしなくても、流動性を供給できる画期的な施策といえる。金利を下げずに中央銀行がプルーデンス政策を遂行しやすくするための枠組が、工夫されつつあるのである。

討論中、「各国中央銀行は、日本の経験に学んだ故に過度の利下げに慎重である」という趣旨の筆者の指摘に対し、野口所員は、「そうではなく、単にインフレ率が高かったから下げられなかっただけだ」と反論された。この反論の意味が、筆者にはよくわからなかった。各国中央銀行は金利を下げすぎて下げしろが無くなる事態を警戒している、という事実を否定したいのだろうか。それとも、そもそも金融危機への対策としてもどんどん金利を下げる政策を行うべきだ、と主張しているのだろうか。前者であれば事実と反するし、後者であれば主張としてはありえないものではないが、その根拠が示されなければならない。

なお、アメリカは、2007 年 8 月から FF レートの引き下げを始め、半年強の間に 3.25%もの引下げをつるべ落としに行き、08 年 4 月の 2.0%に至ったわけだ。この間インフレ率は非常

に高く、たとえば07年11月にはCPI(消費者物価指数)季調済み前月比0.9%(年率換算11.3%)を記録している。そのようなインフレと景気低迷の狭間にあっても、実際に利下げを行って来たわけで、利下げをストップした4月以降に急にインフレが来たわけではない。2.0%という金利は実質マイナスであり、仮にインフレ率が高くなっても、FRBはそれ以上の利下げに慎重になったことだろう。

筆者は、実体経済の悪化への対応として、金利を下げることは正しいと考えている。したがって、今後、各国中央銀行は状況に応じて下げるべきだし、下げていこうと思う。とりわけ、欧州では、まだ下げ余地がかなりある。

しかし、日米では、この先下げたにしても、金融政策には多くを期待できない。その時に、(金融危機への対応としてではなく)実体経済への対応としての総需要拡大策は、どうあるべきだろうか。金融政策は、残念ながら「打ち出の小槌」でないことが前回の量的緩和政策で確認されている。財政再建が急務であるなか、財政政策も決して「打ち出の小槌」ではない。しかし、金融政策に比べると、まだ役に立つ「小槌」であることも確かである。財政再建が頓挫するのはまことに残念だが、仮に実体経済がこの先大きく落ち込む場合には、財政政策の役割が高まるだろう。

17日付『朝日新聞』に載った論考で、クルーグマンは、(アメリカ政府に対し)大不況克服のため巨額財政出動を提唱している。「債務増を心配する時ではない」というわけだ。日本の危機のときに非伝統的金融政策を提案していた同氏が、今回財政政策を主張しているのは、一つには前回の日本の経験に学んだからとも考えられる。それにしても、この先大不況に突入するとすれば、日本の金融政策が再び量的緩和に戻らざるを得ないばかりでなく、アメリカも同様の政策に追い込まれる可能性も少なくない。

無論、今回の危機は、これ以外の広範な問題を発信しているわけであり、私とは違った視角から問題を提起されたお三方の議論から学ぶところが多かった。また、討論会に参加した私のゼミの学生全員に、討論を踏まえたレポートを書いてもらったところ、予想外に多くのことを学んでいたことがわかった。とりわけ、現実の経済政策には決して唯一無二の「正解」があるわけではなく、専門家の間でも意見が異なるものだ、ということを実感したようであり、それとともに現実の経済問題への興味が深まったようだった。その意味においても、大変有意義な討論会であったと思う。

(2008年11月18日記)

「討論を終えて：政府の経済政策における目標と手段」（野口旭）

今回の討論では、政府の企業・銀行救済策がもたらすモラルハザードの問題をどう考えるかが一つの焦点になっているので、その点についてのみ、簡単な補足をしておきたい。

政府が景気の悪化を防ぎながら、同時にモラルハザードをも防ぎたいと考えている時、一つの重要なヒントを与えるのは、政府の経済政策目標と経済政策手段との関係についての経済政策の基本原則である「ティンバーゲンの定理」である。それは、政府が複数の政策目標を追求するためには、少なくともその政策目標の数と同じだけの数の政策手段が必要だということを、われわれに教える。

政府は、一方ではなるべくモラルハザードを引き起こさないように問題を処理しなければならないが、他方ではなるべく経済全体の落ち込みは防ぎたいと考えている。政府がこの二つの目標を同時に達成しようとする場合、政府による破綻企業の救済という政策手段は、十分に好ましいと言えない。というのは、それによって仮に景気悪化を阻止できたとしても、モラルハザードの発生は避けがたいからである。

他方、破綻企業を企業が救済せずに市場での処理に任せた場合、モラルハザードは防ぐことができるけれども、景気は確実に悪化する。しかしながらその場合でも、景気悪化を防ぐための別の政策手段が存在するのであれば、このジレンマから逃れることができる。というのは、「破綻企業の市場処理」と「景気悪化を防ぐ別の政策」を組み合わせれば、原理的には景気悪化とモラルハザードの両方を防ぐことが可能になるからである。これが、ティンバーゲンの定理の意味するところである。

企業や銀行の破綻によって景気の悪化が避けられないという状況への対応として、政府はしばしば、単純な「救済」という方法を選択しがちである。それは、企業および銀行の破綻に伴う負の外部性を考慮すれば、理解できないことではない。しかし、このティンバーゲンの定理を考慮すれば、少なくともそれは最善の対応ではないことが明らかになる。最善の対応は、政府による企業や銀行の直接的な救済はなるべく避けつつも、景気の落ち込みを防ぐようなマクロ経済政策、すなわち財政拡張政策および金融緩和政策を大胆に実行することである。

一般的には、日本政府が前回の金融危機においてりそな銀行を救済したのは「成功」であったのに対して、アメリカ政府が今回の危機でリーマン・ブラザーズを救済しなかったのは「失敗」であったとされることが多い。しかし、上記の観点からは、こうした日米両国の政策対応に対しても、まったく別の評価が可能であろうと思われる。